国元期货 Guoyuan Futures Co . Ltd .

2019.3.25

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：

央行本周净投放 200 亿元流动性，税期临近资金面略紧，不过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、短端上行，收益率曲线走平。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，年初经济数据显示基本面压力犹存，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。

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、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：货币市场利率 6
图表 5：中债国债到期收益率 7
图表 6：国债收益率差 7

一、周度行情回顾

（一）期货市场回顾

上周（3 月 18 日至 22 日），国债期货高位震荡小幅上行为主，本周延续上周低波动行情。当前市场资金面整体宽松，边际收紧，对国债价格形成压制。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，收益率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	97.79	0.14%	0.10%	27503	57536	896	357
TF1906	99.5	0.08%	0.05%	2689	16665	187	917
TS1906	100.19	0.05%	-0.01%	3	348	-1	11

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小幅下行为主，曲线变化幅度较小。本周国债收益率曲线整体下行 1-5BP；短端：银行间国债 YTM 曲线 2 年期收益率 2.5979%，较上日-0.19BP，较上周-4.71BP；中期：5 年期国债收益率 3.0340%，较上日-1.25BP，较上周-2.85BP；长端：10 年期国债收益率 3.1080%，较上日-2.11BP，较上周-2.96BP。整体来看本周短期国债收益率波动降低，收益率曲线整体下移。

图表 2：中债国债收益率

期限	利率(%)	日涨跌(bp)	周涨跌(bp)
3M	2.1446	-0.90	-0.83
1Y	2.4655	+1.57	+0.23
2Y	2.5979	-0.19	-4.71
3Y	2.7616	-2.02	-2.14
5Y	3.0340	-1.25	-2.85
7Y	3.1295	-1.99	-3.00

10Y	3.1080	-2.11	-2.96

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 17	96.6175	0.4606	0.1850	0.81%	0.4452
TF1906	17 附息国债 06	100.7732	0.4175	0.3365	1.42%	0.3218
TS1906	16 附息国债 15	99.6180	0.1293	0.4951	2.09%	0.1567

数据来源：Wind、国元期货

（三）行业要闻

香港万得通讯社报道，央行网站 3 月 18 日公布金融市场运行情况，2 月份，债券市场共发行各类债券 2.4 万亿元；银行间货币市场成交共计 63.2 万亿元，同比增长 26.21%，环比下降 29.59%；银行间债券市场现券成交 10.9 万亿元，日均成交 6382.6 亿元，同比增长 103.08%，环比下降 6.04%。

央行金融稳定局局长王景武在中国金融杂志上发文称，**重点推动国有企业去杠杆，防止居民杠杆率过快上升，坚决遏制地方政府隐性债务增量**，有序化解存量，加大银行不良资产处置力度，有序处置信用债违约风险；保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，切实防范跨境资本异常流动风险，加强对股市、债市、汇市的实时监测，阻断跨市场、跨区域、跨境风险传染，防范金融市场异常波动和共振；继续有序处置重点金融控股集团风险；以 P2P 网络借贷等为重点，整顿金融秩序，打击非法金融机构和非法金融活动；做好各类风险处置预案，及时发现和果断处理各种可能爆发的突发风险。

财政部：2 月末全国地方政府债务余额 191420 亿元，控制在全国人大批准的限额之内，其中，一般债务 114273 亿元，专项债务 77147 亿元；政府债券 188269

亿元，非政府债券形式存量政府债务 3151 亿元。

美联储维持联邦基金利率在 2.25%-2.50%不变，符合预期。美联储利率决议声明：委员们一致同意此次利率决定；继续缩表政策，预计 9 月底暂停；自第四季度以来美国经济增速放缓。美联储将 2019 年加息预期从此前两次下调至零。它还下调了经济展望，预计 2019 年 GDP 增长 2.1%，而不是此前预期的 2.3%。今年 PCE 的通胀预期从之前的 1.9%下调至 1.8%。

美联储主席鲍威尔新闻发布会要点：1、美国经济正处于良好态势，整体展望仍是积极的；2、联邦基金利率是主要的货币政策工具；3、资产负债表占 GDP 的比例将从 25%降低到 17%左右；4、现在是保持耐心的良好时机，将继续观察和等待；5、美联储尚未令人信服地实现匀称的 2%通胀目标；6、并不寻求通过 FOMC 政策来影响美元汇率。

易纲“中国发展高层论坛 2019 年会”发言，今年的重点任务就是研究如何能够使市场准确定价，提供足够的对冲工具，使得各种各样的投资者能够有效地对冲风险，有效地管理风险；在今年年底前还将推出以下措施：1．鼓励在信托、金融租赁、汽车金融、货币经纪、消费金融等银行业金融领域引入外资；2．对商业银行新发起设立的金融资产投资公司和理财公司的外资持股比例不设上限；3．大幅度扩大外资银行业务范围；4．不再对合资证券公司业务范围单独设限，内外资一致。5．全面取消外资保险公司设立前需开设 2 年代表处要求；探索以存款保险为平台，建立市场化、法治化金融机构退出机制；运用现代科技手段和支付结算机制，实时动态监管线上线下、国际国内的资金流向和流量；金融服务业开放要在持股比例、设立形式、股东资质、业务范围、牌照、数量

等方面对中外资金融机构给予同等的待遇和同样的监管标准。

财政部部长刘昆在“中国发展高层论坛 2019 年会”上表示，确保今年所有行业的税费只减不增，将继续增加基建规模，支持新能源汽车，挖掘农村消费潜力等；争取 9 月底前将 3.08 万亿元债务限额发行完毕；今年收支平衡压力较大，把有限资金用在刀刃上，中央财政压缩一般性支出超过 10%；坚决制止超越发展阶段和财力的民生政策;5 月 1 日起下调城镇职工基本养老单位缴费比例，从 20%降到 16%。

二、基本面分析

（一）市场发行

本周一级市场需求较好。

- 周一（3 月 18 日），农发行增发两期金融债需求尚可，农发行增发 3 年期金融债中标利率 3.2185%，全场倍数 2.31，边际倍数 1.11；增发 5 年期中标利率 3.5332%，全场倍数 2.33，边际倍数 1.95。
- 周二（3 月 19 日），国开行增发三期金融债需求不俗，国开行 1、5、10 年期金融债中标利率分别为 2.4612%、3.417%、3.6037%；全场倍数分别为 3.35、2.99、3.03，边际倍数分别为 5、1.42、2.16。云南两期地方债需求不俗，投标倍数接近 30。云南 5 年期一般和专项地方债中标利率均为 3.31%，均较下限上浮 25bp，投标倍数分别为 28.27、27.38。
- 周三（3 月 20 日），财政部续发 1 年期国债中标利率 2.3459%，全场倍数 3.21；续发 10 年期国债中标利率 3.1021%，全场倍数 2.11。
- 周四（3 月 21 日），进出口行增发三期金融债需求尚可，1、3、5 年期金

融债中标利率 2.6094%、3.2312%、3.5295%，投标倍数分别为 1.99、1.95、2.6。

- 周五（3 月 22 日），财政部发行 91 天期贴现国债中标利率 2.0475%，全场倍数 3.04。河北多只地方债需求不俗，10 年乡村振兴、5 年基础设施、7 年基础设施、5 年医疗卫生、5 年园区建设专项债中标倍数分别为 17.6、20.89、17.98、19.02、20.03，中标利率均较下限上浮 25bp，分别为 3.39%、3.32%、3.42%、3.32%、3.32%。浙江 5 年期棚改专项地方债中标利率 3.32%，较下限上浮 25bp，投标倍数 28.8。宁夏地方债中标利率较下限上浮 30bp，宁夏 5 年期土地储备和棚改专项债中标利率均为 3.37%，投标倍数 19.19、19.02,10 年收费公路和棚改专项债中标利率均为 3.44%，投标倍数 20.2、19.61。宁夏 7 年期一般地方债中标利率 3.43%，较下限上浮 26bp，投标倍数 20.92；5 年期医疗专项债中标利率 3.37%，较下限上浮 30bp，投标倍数 19.19；10 年期水处理专项债中标利率 3.44%，较下限上浮 30bp，投标倍数 17.12；两期 5 年期基础设施专项债中标利率 3.37%，均较下限上浮 30bp，投标倍数分别为 18.82、19.22。

（二）资金面

本周央行共进行 1100 亿元逆回购，共 200 亿元逆回购到期，加上上周六的 3270 亿元 MLF 到期顺延，本周包括 MLF 口径在内净回笼 2370 亿元。资金面整体偏宽松，不过近期将同时受到税期、季末、MLF 到期回笼及地方债缴款等多种因素的影响。

资金面整体宽松，边际收紧。货币市场利率方面，周五 7 天回购定盘利率 2.72%，较上日-8BP，较上周-8BP；SHIBOR7 天报 2.6640%，较上日-2BP，较上周-6.4BP；银行间 7 天质押式回购加权平均利率 2.7811%，较上日-2.12BP，较上周-14.146BP。资金利率回落。

图表 4：货币市场利率

期限	利率(%)	日涨跌(bp)	周涨跌(bp)
FR001	2.6300	-6.00	-5.00
FR007	2.7200	-8.00	-8.00
FR014	3.7500	+5.00	+109.00
Shibor O/N	2.6200	-4.10	-3.50
Shibor 1W	2.6640	-2.00	-6.40
Shibor 2W	2.9700	+3.40	+35.30
r007(日加权)	2.7811	-2.12	-14.14

数据来源：Wind、国元期货

三、综合分析

央行本周净回笼 2370 亿元，受季末、税期因素影响，资金面略紧，不过央行对资金面较为呵护。本周国债收益率曲线走势以整体小幅下行为主。

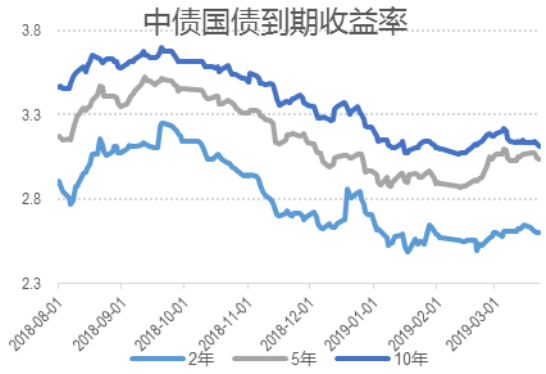
从货币政策上来看，政策基调已经从偏紧转向松紧适度、稳健中性，货币政策边际放松、资金面趋于偏松的概率较大。外部环境来看，由于经济数据回落经济，美联储停止加息，全球流动性压力减轻。

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

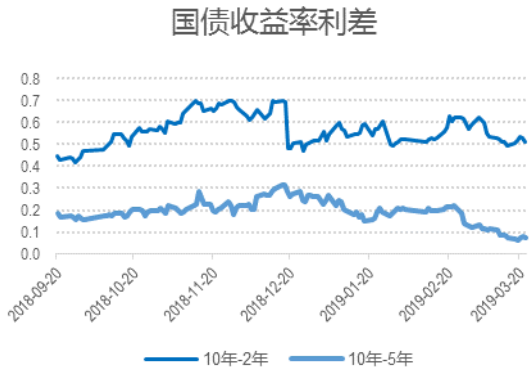
目前国债期货处于阶段性高位，年初经济数据显示基本面压力犹存，物价偏弱映照内需不旺，社融止跌企稳。基本面和政策面预期差或压制债市表现。近期股债跷跷板效应明显，债市短期仍将维持震荡格局。后市重点关注通胀压力、汇率变化及央行操作，建议投资者逢低做多，T1906 多单 97 止损，TF1906 多单 99 止损，TS1906 多单 100 止损，不建议参与成交不活跃 TS 合约。

图表 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