



超跌反弹难破前高，
曲线套利止盈离场
——国债期货投资策略周报

一德研究院金融衍生品研发中心

金融衍生品分析师 刘晓艺

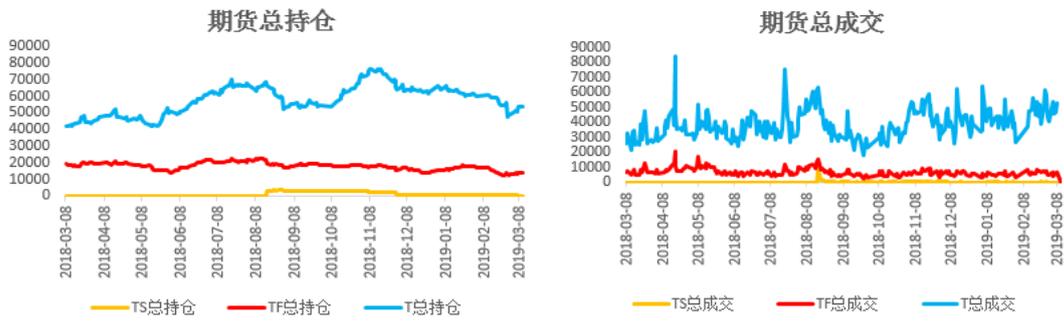
投资咨询号：Z0012930



研究院

核心观点摘要

- 两会召开后第一周，股债市场的表现值得回顾。周初上证指数冲破 3000 点后午后调整，债券收益率走低，国债期货收涨。周二政府工作报告发布，下调经济增长目标，降低增值税率，提高财政赤字规模，货币政策有降准降息可能，整体利好债市，但盘面反映平平。周三周四市场传闻降息，导致股债双双大涨。周五股市调整，2 月贸易数据不及预期，但债市收益率下行，但期债尾盘跳水收跌。截止上周五 TS1906、TF1906 和 T1906 周内累计分别收于 100.34 (+0.03)、99.58 (+0.58) 和 97.75 (+1)。周内 TS1906 合约持仓量增加 39 手，成交量减少 121 手；周内 TF1906 合约持仓量增仓 931 手，成交量减少 998 手；T1906 合约持仓量增加 5959 手，成交量增加 12464 手。
- 资金面，上周央行继续暂停公开市场操作，周内净回笼 3245 亿流动性，资金面整体宽松。截止周五收盘 R001 加权平均利率收于 2.08% (-11BP)，R007 加权平均利率收于 2.32% (-10BP)。DR001 加权平均利率收于 2.05% (-9BP)，DR007 加权平均利率收于 2.30% (-11BP)。
- 现券市场，上周发行国债、地方债、政金债分别 600 亿、14 亿、970 亿，利率债净供给环比大减。一级市场招标前半周需求较弱，后半周需求好转。二级市场国债收益率整体下行，长端收益率下行较为明显。一年期国债和国开债收益率分别+2BP 和-2BP 至 2.45% 和 2.51%。十年期国债和国开债收益率-5BP 和-11BP，收于 3.14%和 3.59%，五年期国债和国开周内-4BP 和-7BP 至 3.03%和 3.40%。国债 10Y-1Y 走缩 3BP 至 69BP，10Y-5Y 走缩 1BP 至 11BP；国开 10Y-1Y 走缩 9BP 至 109BP，10Y-5Y 走缩 4BP 至 19BP。
- 基本面，上周末 2 月数据集中公布。其中 2 月进出口和社融信贷同比均大幅回落，主要因春季错位的影响。综合来看，前 2 月进口和出口同比分别下降 3.1%和 4.6%，总体降幅有限。社融方面，新增贷款、债券融资和地方专项债拉动社融前两个月同比多增 10700 亿，说明实体融资需求在改善。
- 消息面，上周二发布 2019 年政府工作报告，下调经济增长目标，降低增值税率，提高财政赤字规模，并首次提到降低实际利率水平。于是市场在周三周四开始炒作降息预期。从政府工作报告中货币政策稳健的措辞可以看出，货币政策的确为降息留有余地，但目前看实体融资成本较高的主因是风险溢价的居高不下。目前通胀水平稳定情况下，降息可能性并不大。
- 展望后市行情，我们认为短期利率债仍将维持区间震荡走势。中期来看，市场的不确定性正在增加。一方面，1-2 月融资数据并没有想象的差，后期关注 3 月经济数据是或否有企稳迹象。另一方面，通胀水平维持稳定的情况下，短期降息的可能性不大。十债 T1906 关注【96.5, 98】。操作上，单边建议离场观望。套利方面，目前央行连续多日暂停公开市场操作，回笼市场流动性，月中前预计资金面维持宽松，长端利率区间震荡，前期做平曲线策略考虑 15-16BP 止盈离场。

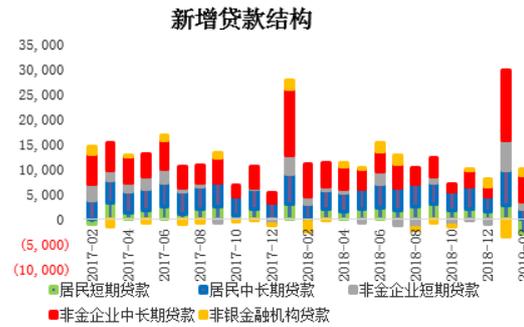
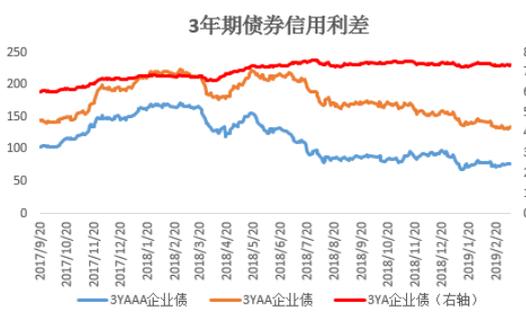
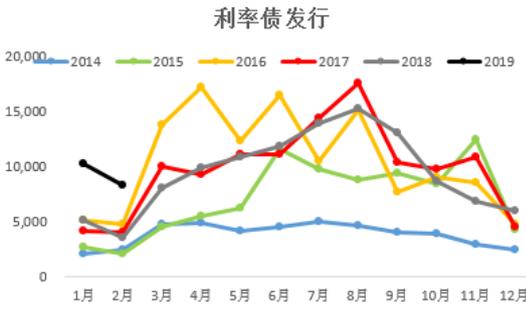
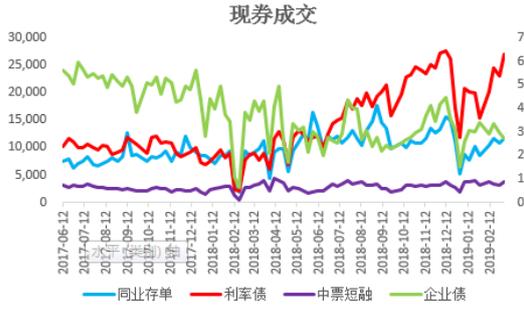


货币市场周度变化

货币市场		指标	最新价	前一周	变化 (BP)	指标	最新价	前一周	变化 (BP)
回购市场 (银行间)	R001加权	2.0853	2.1954	-11.01	DR001加权	2.0454	2.1344	-8.90	
	R007加权	2.3289	2.4351	-10.62	DR007加权	2.2988	2.4058	-10.70	
	R014加权	2.4839	2.5745	-9.06	DR014加权	2.2794	2.3308	-5.14	
	R021加权	2.8401	2.9427	-10.26	DR021加权	2.2981	2.3221	-2.40	
	R1M加权	3.1782	3.0221	15.61	DR1M加权	2.8578	2.4396	41.82	
	R2M加权	3.3708	2.9742	39.66	DR2M加权	2.8179	2.6790	13.89	
	R3M加权	3.1292	3.1937	-6.45	DR3M加权	2.9000	2.7000	20.00	
	R4M加权	3.0668	4.2802	-121.34	DR4M加权	0.0000	2.7000	-270.00	
	R6M加权	0.0000	2.9830	-298.30	DR6M加权	0.0000	2.8268	-282.68	
	R9M加权	0.0000	2.9000	-290.00	DR9M加权	0.0000	2.9000	-290.00	
R1Y加权	0.0000	3.4000	-340.00	DR1Y加权	0.0000	3.4000	-340.00		
回购市场 (交易所市场)	GC001加权	2.1729	2.4172	-24.43	R-001: 加权平均	2.1301	2.3504	-22.03	
	GC002加权	2.1551	2.3654	-21.03	R-002: 加权平均	1.9076	2.1388	-23.12	
	GC003加权	2.0688	2.2858	-21.70	R-003: 加权平均	1.8313	2.1000	-26.87	
	GC004加权	2.1636	2.3486	-18.50	R-004: 加权平均	1.9850	2.2000	-21.50	
	GC007加权	2.3178	2.4622	-14.44	R-007: 加权平均	2.3424	2.4699	-12.75	
	GC014加权	2.4336	2.4724	-3.88	R-014: 加权平均	2.3075	2.4407	-13.32	
	GC028加权	3.0313	2.8743	15.70	R-028: 加权平均	2.9789	2.8279	15.10	
	GC091加权	2.9416	2.8016	14.00	R-091: 加权平均	2.5124	2.6061	-9.37	
GC182加权	2.5900	2.6123	-2.23	R-182: 加权平均	2.5552	2.5930	-3.78		
拆借市场	IBO001	2.0987	2.2042	-10.55	SHIBOR0N	2.0470	2.1550	-10.80	
	IBO007	3.1583	2.9557	20.26	SHIBOR1W	2.3880	2.5110	-12.30	
	IBO014	2.5598	2.5604	-0.06	SHIBOR2W	2.4480	2.5650	-11.70	
	IBO021	2.5595	2.5521	0.74	SHIBOR1M	2.7120	2.7000	1.20	
	IBO1M	2.9487	2.8469	10.18	SHIBOR3M	2.7550	2.7500	0.50	
	IBO2M	2.9889	2.6922	29.67	SHIBOR6M	2.8500	2.8500	0.00	
	IBO3M	5.0278	5.2615	-23.37	SHIBOR9M	2.9500	2.9500	0.00	
	IBO4M	2.8548	0.0000	285.48	SHIBOR1Y	3.0570	3.0590	-0.20	
	IBO6M	4.2000	0.0000	420.00					
	IBO9M	0.0000	2.8682	-286.82					
IBO1Y	0.0000	4.3000	-430.00						

债券收益率变化

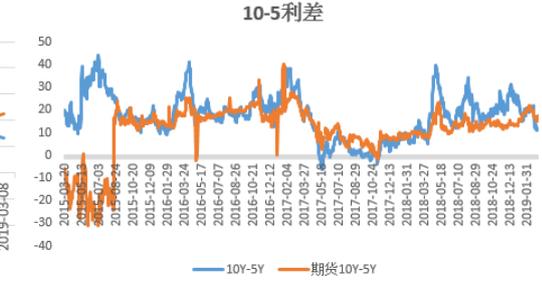
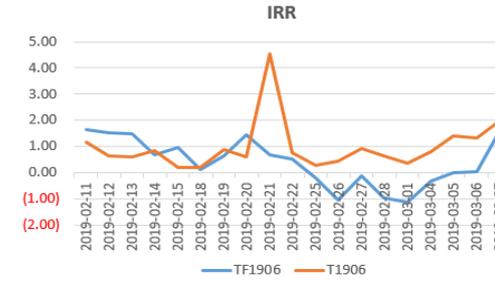
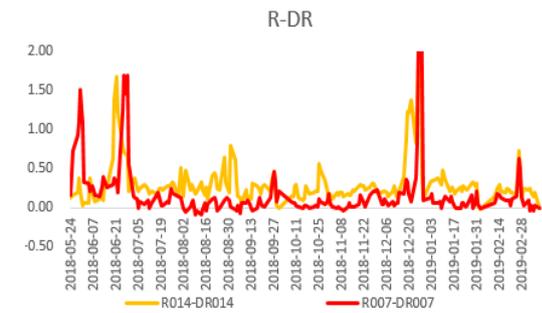
期限	国债			国开债		
	收益率	周涨跌 (BP)	20日涨跌 (BP)	收益率	周涨跌 (BP)	20日涨跌 (BP)
1Y	2.4503	1.65	9.97	2.5081	-2.12	-1.67
3Y	2.8031	1.35	12.26	3.1228	-2.53	14.29
5Y	3.0284	-4.05	13.61	3.4031	-7.27	12.45
7Y	3.1646	-1.19	12.6	3.7649	-5.5	8.92
10Y	3.1423	-4.47	4.56	3.593	-11.22	3.15
期限	AAA企业债			AA企业债		
	收益率	周涨跌 (BP)	20日涨跌 (BP)	收益率	周涨跌 (BP)	20日涨跌 (BP)
1Y	3.2307	7.99	3.75	3.5407	2.99	-12.25
3Y	3.5768	3.03	11.1	4.1568	5.03	4.1
5Y	3.9837	1.93	12.83	4.9937	1.93	14.83
7Y	4.2488	3.97	14.04	5.3788	3.97	14.04
10Y	4.4046	3.53	18.3	5.5346	3.53	18.3



社融结构		
指标名称	2019年1-2月	2018年1-2月
社会融资规模	53,382.56	42,686.54
新增人民币贷款	43,309.36	37,049.74
新增外币贷款	238.47	352.66
新增委托贷款	-1,207.28	-1,464.14
新增信托贷款	308.02	1,115.13
新增未贴现银行承兑汇票	683.18	1,543.08
企业债券融资	5,795.22	1,866.26
非金融企业境内股票融资	412.46	878.78
地方政府专项债券	2,858.90	107.69
存款类金融机构资产支持证券	0.00	-283.55
贷款核销	0.00	580.67

国债地方债供给 (亿元)		
	2018年	2019年
财政赤字率	2.60%	2.8%
财政赤字规模	23800	27600
中央财政赤字	15500	18300
地方财政赤字	8300	9300
国债到期量	22200	20127
一般地方债到期量	8400	13151
国债发行规模	37700	38427
一般地方债发行规	16700	22451
地方专项债	13500	21500

资料来源: wind, 一德期货



免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称一德期货）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。
- 本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。
- 本研究报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的一德期货网站以外的地址或超级链接，一德期货不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的仅是便于服务对象使用，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，服务对象需自行承担浏览这些网站的费用或风险。
- 除非另有说明，所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记均为一德期货的商标、服务标识及标记，所有本报告中的材料的版权均属于一德期货。
- 一德期货有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。
- 一德期货版权所有，并保留一切权利。



公司总部：022-58298788 市场发展部：022-28130292
研究院：022-23303538 机构业务部：022-58298788/6111
地址：天津市和平区解放北路188号信达广场16层
邮编：300042

一德期货有限公司 北京北三环东路营业部 100013
北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel: 010-8831 2088
一德期货有限公司 上海营业部 200063
上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室
Tel: 021-6257 3180
一德期货有限公司 天津营业部 300191
天津市南开区水上公园路水云花园C19号
Tel: 022-2813 9206
一德期货有限公司 滨海营业部 300457
天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室
Tel: 022-5982 0932
一德期货有限公司 大连营业部 116023
大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2303、2310号房间
Tel: 0411-8480 6701

一德期货有限公司 郑州营业部 450008
郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel: 0371-6561 2079
一德期货有限公司 淄博营业部 255000
淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间
Tel: 0533-3586 709
一德期货有限公司 宁波营业部 315040
浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel: 0574-8795 1915
一德期货有限公司 唐山营业部 063000
唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel: 0315-578 5511
一德期货有限公司 烟台营业部 264006
山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501、502、503室
Tel: 0535-2163353/2169678