



监管政策转向谨慎，  
利好风险偏好下行  
——国债期货投资策略周报

一德金融衍生品分析师

刘晓艺

投资咨询号：Z0012930



研究院

## 核心观点摘要

- 上周期债走势一波三折。周一受特朗普提升关税消息影响，期债高开高走；周二银周三消息面平静，期债窄幅震荡；周四午后传政金债纳入同业投资监管，国债先跟随政金债收益率上升，随后大幅下行与政金债走势分化，期债直线拉升；周五政策监管意图明确，政金债监管措施针对城商行，意在引导资金投向实体，市场回归理性，期债周四涨幅基本就会吐。截止上周五 TS1912、TF1912 和 T1912 分别收于 100.28(周涨 0.01%)、100.00(周涨 0.03%) 和 98.93(周涨 0.16%)。周内 TS1912 合约持仓量增加 230 手，成交量增加 31100 手；周内 TF1912 合约持仓量增加 1924 手，成交量增加 14532 手；T1912 合约持仓量增加 7037 手，成交量增加 59099 手。
- 资金面，上周一公开市场到期 1490 亿 MLF，央行进行 1500 亿 MLF 续作，并维持利率不变，资金面紧平衡。最后四天尽管每日有百亿逆回购到期，但月末财政支出较大，央行暂停公开市场操作，资金面整体平稳。截止周五收盘 R001 加权平均利率收于 2.63% (+1BP)，R007 加权平均利率收于 2.81%(+9BP)。DR001 加权平均利率收于 2.57%(-1BP)，DR007 加权平均利率收于 2.67% (+3BP)。
- 现券市场，上周发行国债、地方债、政金债分别 480 亿、2045 亿、530 亿，由于发行和到期量都较小，上周利率债净供给环比小幅回落。一级市场招标需求显示，短端利率债需求较好，长端利率债需求一般。二级市场国债收益率小幅下行 1BP 左右，国债表现好于国开。一年期国债和国开债收益率分别 0BP 和+4BP 至 2.62%和 2.78%。十年期国债和国开债收益率-1BP 和+4BP，收于 3.06%和 3.47%，五年期国债和国开周内 0BP 和+7BP 至 2.96%和 3.38%。国债 10Y-1Y 走缩 1BP 至 44P，10Y-5Y 走缩 1BP 至 10BP；国开 10Y-1Y 走扩 1BP 至 69BP，10Y-5Y 走缩 3BP 至 9BP。
- 上周四期债出现周内最大波动，0 源于政金债纳入同业投资监管的传闻，实际上该政策意在监管银行同业资产规模，而非政策性金融债本身。2017-2018 年尽管政策对同业业务的监管集中在负债端，而传闻则施压资产端。如果传闻属实，中小行依靠同业业务进行信用扩张的模式将受到抑制，市场风险偏好将继续下行，监管政策下中小行抛售政金债行为可能进一步加剧国债和政金债的分化。但从基本面看，经济下行背景叠加财政收入发力，监管政策对政金债的需求抑制可能性不大。
- 基本面，8 月官方制造业 PMI 为 49.5，回落 0.2 个百分点，连续第 4 个月在荣枯线下。分项指标看，除出口订单外，其他指标均出现回落。产成品库存回升，原材料库存下降，显示生产和需求两弱下企业处于被动补库存阶段，短期经济回暖难现，利好长端利率下行。通胀方面，8 月猪肉价格和鲜菜价格上行，CPI 读数有望继续上行，制约短端利率下行。后期收益率曲线有望继续走平。操作上继续做多长债，T1912 在 98.5-99 做多。
- 套利方面，目前国债收益率曲线形态仍然平坦，国债 10-1 利差 44BP，国债 10-5 利差 28BP。上周为月末，在财政支出较大情况下，央行并没有增加逆回购规模而保持净回笼

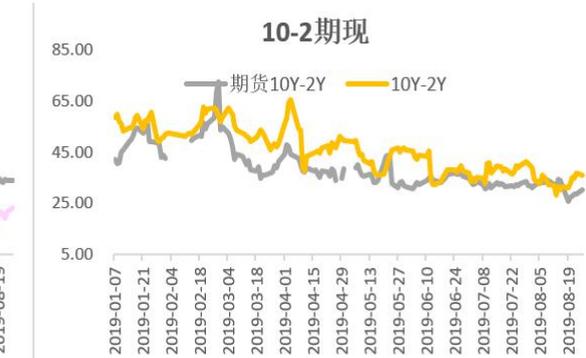
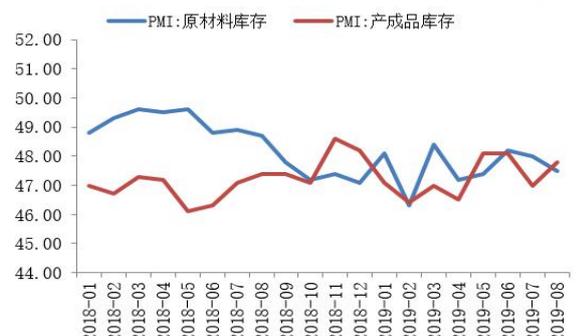
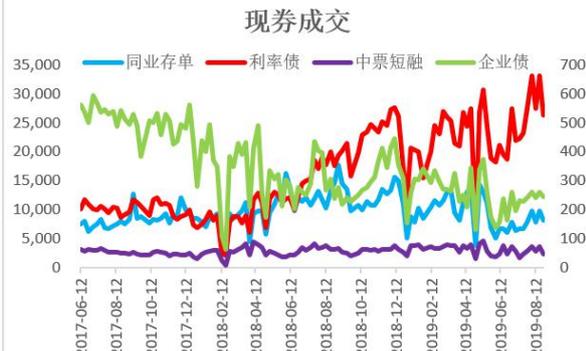
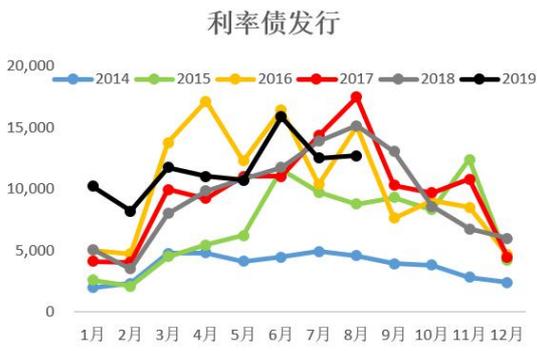
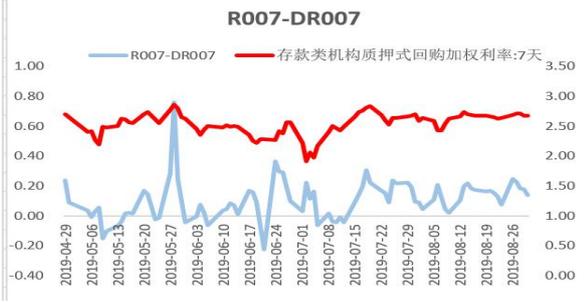
操作,说明当前央行有意维持资金利率,短期内短端利率下行空间恐有限。长端利率在经济基本面支撑,贸易战避险情绪以及监管政策转向谨慎的背景下,继续下行的可能性较大,期限利差仍有可能进一步压缩,但由于短端利率约束,预计下行空间有限,风险收益比未必合适,建议套利暂时观望。

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	2.6363	2.6292	0.71	DR001加权	2.5733	2.5864	-1.31	
	R007加权	2.8098	2.7162	9.36	DR007加权	2.6690	2.6427	2.63	
	R014加权	2.9215	2.8674	5.41	DR014加权	2.6954	2.7418	-4.64	
	R021加权	2.9130	2.8919	2.11	DR021加权	2.8303	2.7951	3.52	
	R1M加权	5.5103	3.2634	224.69	DR1M加权	2.7000	2.8524	-15.24	
	R2M加权	3.0493	3.6820	-63.27	DR2M加权	2.8471	2.8205	2.66	
	R3M加权	3.3479	3.0750	27.29	DR3M加权	3.0443	2.9333	11.10	
	R4M加权	3.0459	3.0813	-3.54	DR4M加权	3.0459	3.2500	-20.41	
	R6M加权	-	-	-	DR6M加权	-	-	-	
	R9M加权	-	-	-	DR9M加权	-	-	-	
R1Y加权	-	-	-	DR1Y加权	-	-	-		
回购市场 (交易所市场)	GC001加权	3.1200	2.7470	37.30	R-001:加权平均	3.0750	2.7130	36.20	
	GC002加权	3.0070	2.7120	29.50	R-002:加权平均	3.0060	2.6520	35.40	
	GC003加权	3.0690	2.6930	37.60	R-003:加权平均	3.0080	2.6270	38.10	
	GC004加权	3.0160	2.6970	31.90	R-004:加权平均	2.9250	2.6440	28.10	
	GC007加权	2.8730	2.8520	2.10	R-007:加权平均	2.8950	2.8570	3.80	
	GC014加权	2.7820	2.7950	-1.30	R-014:加权平均	2.8130	2.7790	3.40	
	GC028加权	2.8040	2.7580	4.60	R-028:加权平均	2.8580	2.7240	13.40	
	GC091加权	2.8070	2.7960	1.10	R-091:加权平均	2.6380	2.6120	2.60	
	GC182加权	2.7940	2.7250	6.90	R-182:加权平均	2.6140	2.5550	5.90	
拆借市场	IBO001	2.6121	2.6274	-1.53	SHIBOR0/N	2.5720	2.5860	-1.40	
	IBO007	3.6885	3.8972	-20.87	SHIBOR1W	2.6650	2.6510	1.40	
	IBO014	2.9254	2.9537	-2.83	SHIBOR2W	2.7010	2.7450	-4.40	
	IBO021	2.6000	2.8417	-24.17	SHIBOR1M	2.6610	2.6630	-0.20	
	IBO1M	3.2636	4.8571	-159.35	SHIBOR3M	2.7010	2.6900	1.10	
	IBO2M	3.0723	3.0945	-2.22	SHIBOR6M	2.7525	2.7480	0.45	
	IBO3M	5.0560	3.3357	172.03	SHIBOR9M	2.9900	2.9960	-0.60	
	IBO4M	3.6000	3.4500	15.00	SHIBOR1Y	3.0510	3.0560	-0.50	
	IBO6M	3.6042	2.7480	85.62					
	IBO9M	-	3.2000	-					
	IBO1Y	-	-	-					

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	2.6179	-0.16	2.06	2.7808	3.65	11.8
3Y	2.7798	0.13	-7.85	3.1039	1.92	3.8
5Y	2.9627	-0.07	2	3.3789	7.05	5.67
7Y	3.0896	-0.02	-3.33	3.575	4.75	-1.37
10Y	3.0573	-0.71	-3.41	3.4709	4.13	-1.54
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	3.079	-0.39	-2.89	3.509	-1.39	-9.89
3Y	3.3719	-0.95	-11.23	3.9119	-3.95	-9.23
5Y	3.7258	2.4	-14.08	4.5458	4.4	-8.08
7Y	3.9706	-0.03	-7.87	5.0306	-0.03	-7.87
10Y	4.2588	0.7	-4.15	5.3188	0.7	-4.15



## 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。



总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 • 022-58298788 • 300042

**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

**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

**天津营业部 300021**

天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平创新大厦A座25楼2352、2353-1号）

Tel: 022-2813 9206

**天津滨海新区营业部 300457**

天津经济技术开发区第一大街79号泰达MSD-C区C1座2205单元

Tel: 022-6622 5869

**天津滨滨大道营业部 300161**

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301

Tel: 022-5822 0902

**天津解放北路营业部 300042**

天津市和平区小白楼街大沽北路与徐州道交口万通中心8层

(802-804)

Tel: 022-2330 3538

**郑州营业部 450008**

河南省郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室

Tel: 0371-6561 2079

**大连营业部 116023**

辽宁省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

2702号房间

Tel: 0411-8480 6701

**淄博营业部 255000**

山东省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: 0533-358 6709

**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

**唐山营业部 063000**

河北省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

**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室

Tel: 0535-216 3353/216 9678

**杭州营业部 310000**

浙江省杭州市江干区瑞立江河汇大厦801室

Tel: 0571-8799 6673