太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

利率债震荡行情或延续

利率债周报 2019 年第 3 期（2019.1.14-2019.1.20）

《利率债周报 2018 年第 19 期（2018.7.23-7.29）》--2018/07/29
《可转周报 2019 年第 1 期（2019.1.07-1.13）》--2019/01/14
《利率债周报 2018 年第 17 期（2018.7.9-7.15）》--2018/07/15

证券分析师：张河生
电话：021-58502206
E-MAIL：zhanghs@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190518030001

报告摘要

国债期货本周小幅上涨

国债期货本周上涨，其中 5 年期债连续合约较上周上涨 0.13%，10 年期债连续合约较上周上涨 0.04%。

周一国债期货小幅震荡收弱，周二是降准实施日，当日国债期货平开低走，10 年期债主力合约微幅收跌，债市继续小幅震荡调整；周二晚间，央行公布的社融数据延续下降趋势，信贷需求依旧疲弱，推动周三债市强势上涨，当日 10 年期国债期货收盘大涨 0.57%，创近 9 个月单日最大涨幅；周四国债期货窄幅震荡，收盘延续上涨态势；周五，国债期货市场全线低开，反复上下波动，尾盘跳水收跌。一周下来，国债期货市场微涨，降准之后的几周，债市行情更类似于区间震荡。

二级市场：不同期限品种收益率表现分化

现券方面，国债与国开债收益率不同期限品种表现有所分化。国债方面，除 5 年与 6 年期国债收益率小幅上涨外，其余期限品种国债收益率均有所下降，总的来说，短期限品种收益率下降幅度大于长期限品种，短端表现更好，其中 3 年期国债收益率跌幅最大，达 9BP，长期限国债收益率降幅均在 2BP 左右。国开债本周短期限品种收益率下降而长期限品种收益率小幅上涨，其中 3 年期国开债收益率跌幅最大，达 7BP，长期限国债收益率涨幅均在 1BP 左右。

一级市场：净融资有所减少，一级市场需求较好

本周共发行利率债 20 只，到期 4 只，净发行 16 只；发行融资 1552.80 亿元，到期偿还 1030.00 亿元，净融资额 522.80 亿元，较上周有所减少。

本期利率债发行热度好。周一发行的 2 只农发债全场倍数在 3 倍以上，需求旺盛；周二发行 3 只国开债全场倍数在 2 倍左右，发行热度稍有下降；周三周四发债数量明显增加，发行热度也有所回升，其中周三发行的 1 年期农发债和周四发行的 1 年期进出口全场倍数分别达 5.17 倍和 5.56 倍；周五发行 1 只贴现国债并增发 3 只国开债，其中贴现国债全场倍数达 3.69 倍，一级市场需求旺盛。

资金面：流动性稍有收紧，本周净投放规模创历史新高

本周银行间市场流动性稍有收紧，一周下来货币市场利率水平上涨 1.68BP。截至 1 月 18 日，银行间质押回购利率 R007 上升至 2.5451%。

本周央行连续 5 日开展逆回购操作，其中周一展开的 28 天逆回购操作为近 7 个月来重启，公开市场共有 1100 亿逆回购到期，全周累计实现大额净投放 11600 亿元，投放规模创历史新高。

后市展望：震荡行情或延续

一方面，进一步推动债市利好的动力不足，因为经济下行的预期已经充分反映在前期的大涨之中，而 1 月份降准落地则属于利好落地，流动性已经难以期望进一步的宽松。但是债市也很难调整，因为等待入场资金较为充沛，调整即加仓是机构投资者一致的策略，市场稍微调整即被交易盘修复。在这样的背景下，我们认为春节前的行情大致都将处于这样的震荡行情。

风险提示：

经济数据表现超预期；

地方房地产调控超预期；

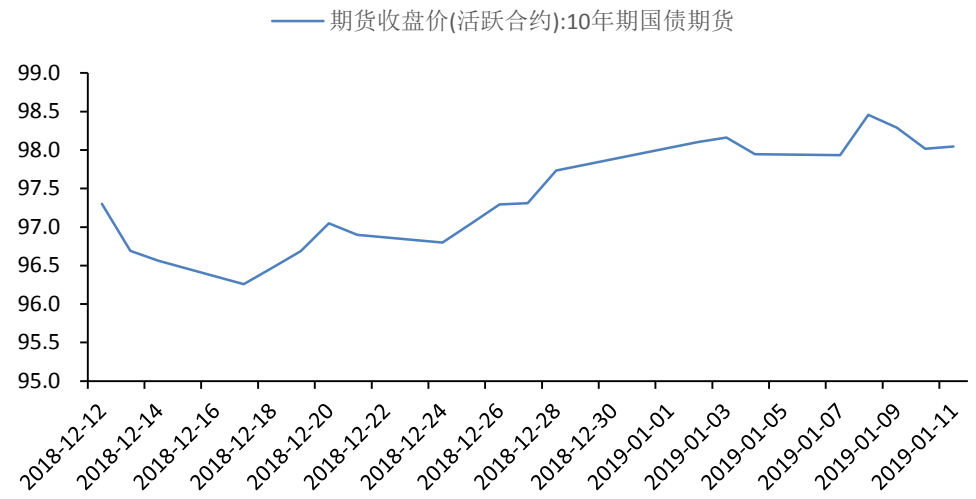
贸易谈判进展超预期。

一、 国债期货本周小幅上涨

国债期货本周上涨，其中 5 年期债连续合约较上周上涨 0.13%，10 年期债连续合约较上周上涨 0.04%。

周一国债期货小幅震荡收弱，周二是降准实施日，当日国债期货平开低走，10 年期债主力合约微幅收跌，债市继续小幅震荡调整；周二晚间，央行公布的社融数据延续下降趋势，信贷需求依旧疲弱，推动周三债市强势上涨，当日 10 年期国债期货收盘大涨 0.57%，创近 9 个月单日最大涨幅；周四国债期货窄幅震荡，收盘延续上涨态势；周五，国债期货市场全线低开，反复上下波动，尾盘跳水收跌。一周下来，国债期货市场微涨，降准之后的几周，债市行情更类似于区间震荡。

图表 1：国债期货走势



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

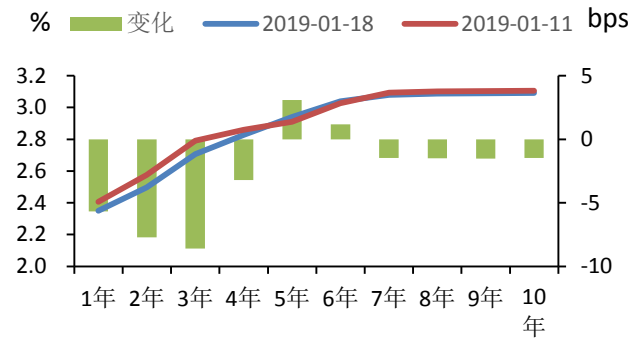
二、二级市场：不同期限品种收益率表现分化

（一）利率债：不同期限品种收益率表现分化

现券方面，国债与国开债收益率不同期限品种表现有所分化。国债方面，除 5 年与 6 年期国债收益率小幅上涨外，其余期限品种国债收益率均有所下降，总的来说，短期限品种收益率下降幅度大于长期限品种，短端表现更好，其中 3 年期国债

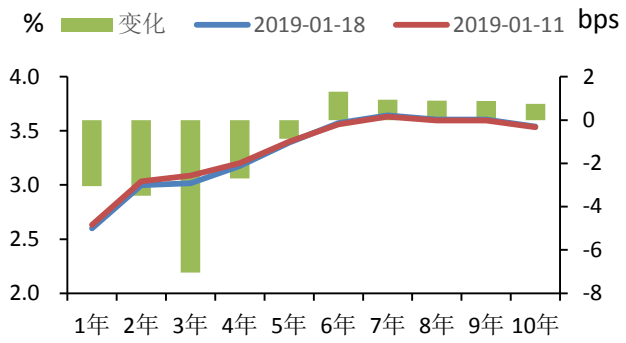
收益率跌幅最大，达 9BP，长期限国债收益率降幅均在 2BP 左右。国开债本周短期限品种收益率下降而长期限品种收益率小幅上涨，其中 3 年期国开债收益率跌幅最大，达 7BP，长期限国债收益率涨幅均在 1BP 左右。

图表 2：国债收益率曲线变化



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 3：国开债收益率曲线变化

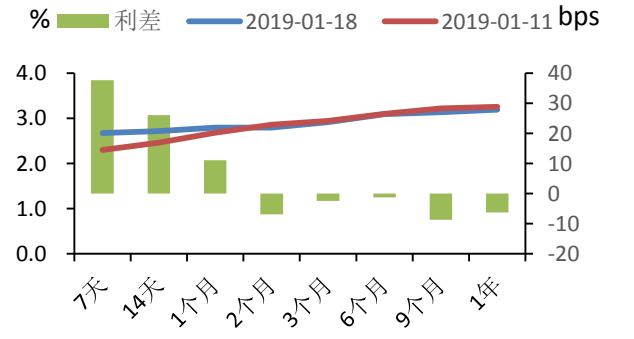


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

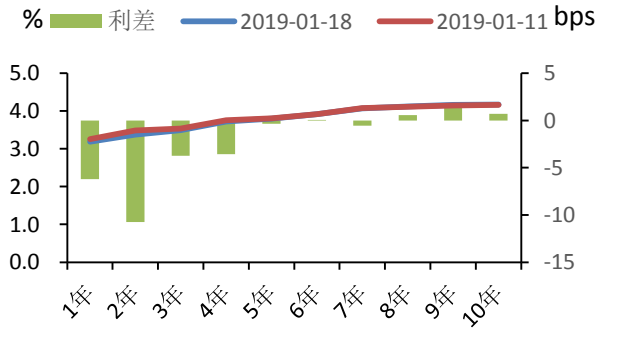
（二）信用债：不同期限品种收益率表现分化

本周信用债不同期限品种收益率表现分化。短期融资券短端收益率大幅上涨而长端收益率小幅下跌，其中 7 天和 14 天期品种收益率分别大幅上涨 38BP 和 26BP，而 6 个月期品种收益率小幅下跌 1BP。中票各期限品种收益率表现与短期融资券正相反，短端收益率下降而长端微幅上涨，其中 2 年期中票收益率跌幅最大，达 11BP，而长端中票收益率均微涨 1BP 左右。

图表 4：AAA 级短期融资券收益率曲线变化



图表 5：AAA 级中期票据收益率曲线变化

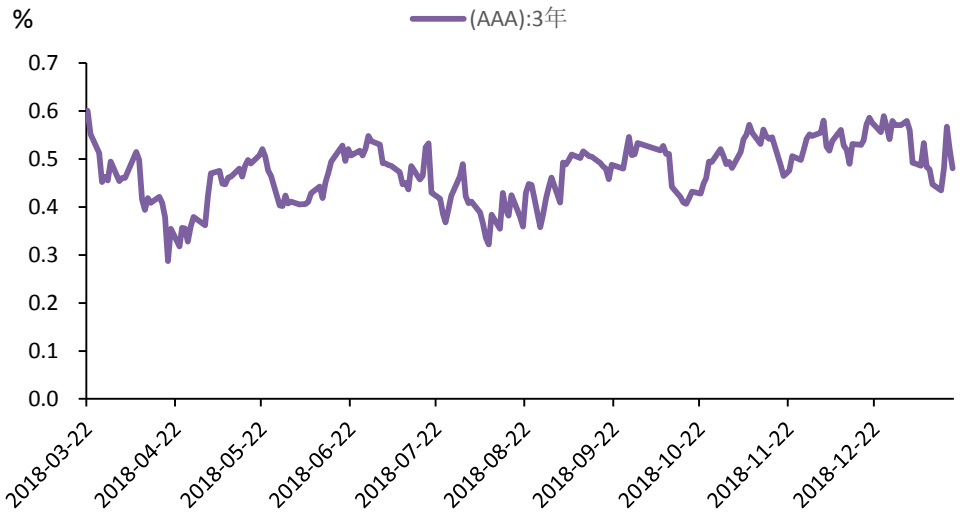


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

信用利差扩大。以 AAA 级 3 年期中期票据与 3 年期国开债利差为例，与上周相比，信用利差本周提高 3.33BP。

图表 6：3 年期 AAA 银行间中票信用利差



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

三、一级市场：净融资有所减少，一级市场需求较好

（一）利率债供给：净融资有所减少

本周共发行利率债 20 只，到期 4 只，净发行 16 只；发行融资 1552.80 亿元，到期偿还 1030.00 亿元，净融资额 522.80 亿元，较上周有所减少。

图表 7：债券发行与到期

起始日期	截止日期	总发行量(亿元)	发行只数	总偿还量(亿元)	净融资额(亿元)	到期偿还量(亿元)	到期只数
2019-01-14	2019-01-20	1552.80	20	1030.00	522.80	1030.00	4
2019-01-07	2019-01-13	1372.30	17	760.00	612.30	760.00	3
2018-12-31	2019-01-06	1340.00	15	750.00	590.00	750.00	2
2018-12-24	2018-12-30	569.32	23	106.00	463.32	106.00	2
2018-12-17	2018-12-23	1635.90	15	322.80	1313.10	322.80	2
2018-12-10	2018-12-16	1861.40	13	768.80	1092.60	768.80	8
2018-12-03	2018-12-09	1914.40	14	342.88	1571.52	342.88	5
2018-11-26	2018-12-02	737.42	13	694.80	42.92	694.80	12
2018-11-19	2018-11-25	1,747.03	24	818.33	928.70	818.33	12
2018-11-12	2018-11-18	1,749.08	23	797.99	951.09	797.99	12
2018-11-05	2018-11-11	1,846.30	18	2,129.66	-265.36	2,129.66	24
2018-10-29	2018-11-04	1,327.56	34	1,848.35	-520.79	1,848.35	16

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

（二）利率债招投标结果：发行热度较好

本期利率债发行热度好。周一发行的 2 只农发债全场倍数在 3 倍以上，需求旺盛；周二发行 3 只国开债全场倍数在 2 倍左右，发行热度稍有下降；周三周四发债数量明显增加，发行热度也有所回升，其中周三发行的 1 年期农发债和周四发行的 1 年期进出口全场倍数分别达 5.17 倍和 5.56 倍；周五发行 1 只贴现国债并增发 3 只国开债，其中贴现国债全场倍数达 3.69 倍，一级市场需求旺盛。

图表 8：利率债发行结果

债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	招标标的	招标方式	招标日	中标价位	全场倍数	边际利率	边际倍数
国开 1801（增发）	40.00	2.00	价格	荷兰式	2019-01-18				
国开 1802（增发）	40.00	5.00	价格	荷兰式	2019-01-18				
国开 1803（增发）	20.00	20.00	价格	荷兰式	2019-01-18				
19 贴现国债 04	100.00	0.25	价格	混合式	2019-01-18	99.45	3.69	2.25	1.23
19 进出 01（增发）	30.00	1.00	价格	荷兰式	2019-01-17	100.06	5.56		1.10
18 进出 13（增 15）	44.80	3.00	价格	荷兰式	2019-01-17	103.02	4.62		1.51
18 进出 09（增 19）	54.00	5.00	价格	荷兰式	2019-01-17	107.03	3.55		1.58
18 进出 10（增 17）	39.00	10.00	价格	荷兰式	2019-01-17	113.11	3.08		1.70
18 国开 11（增 20）	91.20	5.00	价格	荷兰式	2019-01-17	103.96	3.71		5.53
19 国开 05（增 2）	151.20	10.00	价格	荷兰式	2019-01-17	100.08	2.68		2.17
19 附息国债 01	200.00	1.00	利率	混合式	2019-01-16	2.31	3.18	2.35	7.73
18 附息国债 27（续 2）	200.00	10.00	价格	混合式	2019-01-16	102.34	3.13	3.06	1.44
18 农发 10（增 6）	50.00	1.00	价格	荷兰式	2019-01-16	100.64	5.17		8.83
18 农发 11（增 5）	40.00	7.00	价格	荷兰式	2019-01-16	103.01	3.68		1.13
18 农发 06（增 25）	70.00	10.00	价格	荷兰式	2019-01-16	110.70	2.79		15.62
19 国开 01（增发）	93.00	1.00	价格	荷兰式	2019-01-15	100.11	2.88		7.50
19 国开 02	129.10	3.00	利率	荷兰式	2019-01-15	3.03	2.50		1.53
18 国开 14（增 10）	60.50	7.00	价格	荷兰式	2019-01-15	103.84	2.28		10.67
18 农发 12（增 4）	50.00	3.00	价格	荷兰式	2019-01-14	101.12	3.86		1.01
18 农发 13（增 3）	50.00	5.00	价格	荷兰式	2019-01-14	101.61	3.22		2.85
合计	1372.30								

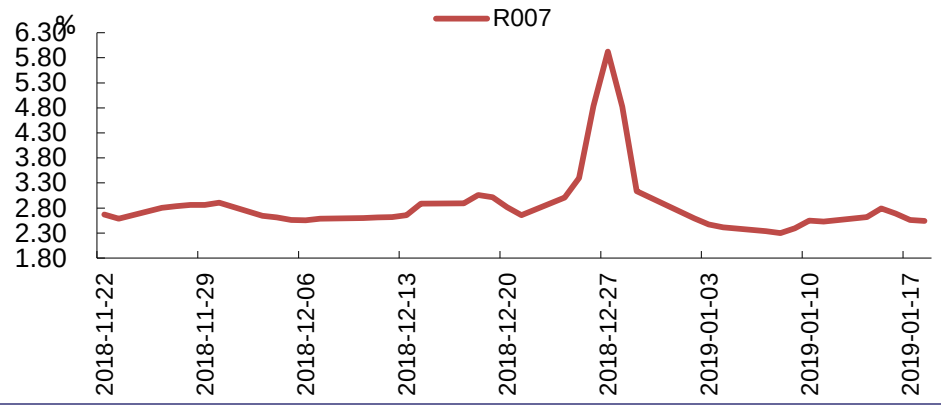
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

四、资金面：流动性稍有收紧，本周央行实现净投放

（一）银行间市场利率上升，流动性稍有收紧

本周银行间市场流动性稍有收紧，一周下来货币市场利率水平上涨 1.68BP。截至 1 月 18 日，银行间质押回购利率 R007 上升至 2.5451%。

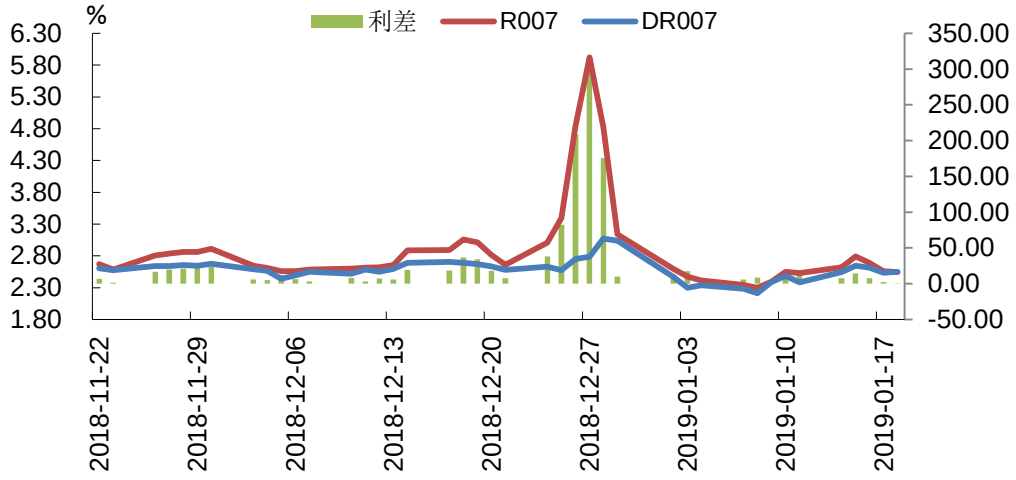
图表 9：银行间质押回购利率 R007 变化



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

在银行间市场利率中，DR007 上涨 16.47BP，涨幅大于 R007，两者利差下降 14.79BP，说明非银机构的流动性边际宽松。

图表 10：银行间质押回购利率变化



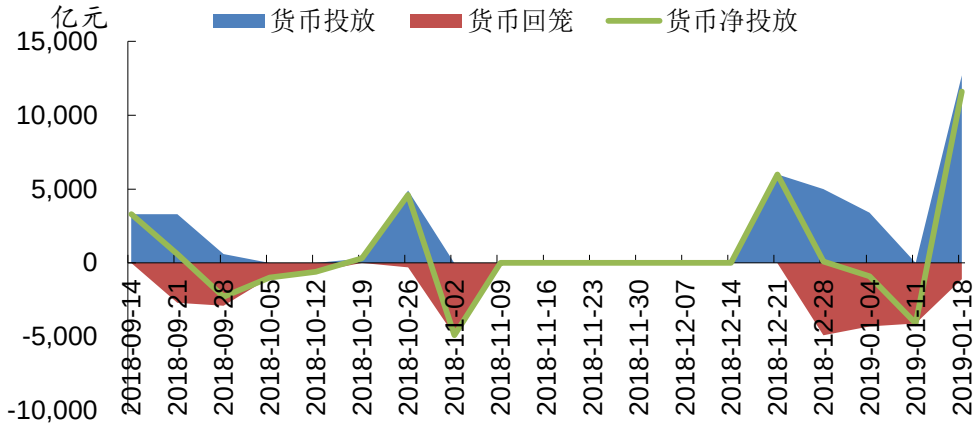
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

（二）本周央行净投放规模创历史新高

本周央行连续 5 日开展逆回购操作，其中周一展开的 28 天逆回购操作为近 7 个月来重启，公开市场共有 1100 亿逆回购到期，全周累计实现大额净投放 11600

亿元，投放规模创历史新高。

图表 11：央行公开市场操作



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

五、后市展望：震荡行情或延续

一方面，进一步推动债市利好的动力不足，因为经济下行的预期已经充分反映在前期的大涨之中，而 1 月份降准落地则属于利好落地，流动性已经难以期望进一步的宽松。但是债市也很难调整，因为等待入场资金较为充沛，调整即加仓是机构投资者一致的策略，市场稍微调整即被交易盘修复。在这样的背景下，我们认为春节前的行情大致都将处于这样的震荡行情。

六、风险提示

经济数据表现超预期；

地方房地产调控超预期；

贸易谈判进展超预期。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com

华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。