



# 关注曲线套利， 等待利率突破 ——国债期货投资策略周报

一德期权部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

- 期货市场，上周国债期货震荡走跌。周内 TS1812、TF1812 和 T1812 周内累计分别下跌 0.12%、0.36% 和 0.46%，收于 99.255、97.650 和 94.685。周内 TS1812 合约持仓量减少 932 手，成交量减少 1356 手；周内 TF1812 合约持仓量增仓 5114 手，成交量减少 5476 手；T1812 合约持仓量增加 11864 手，成交量减少 11220 手。
- 资金面，上周资金面整体宽松。央行未开展逆回购，周五开展 1765 亿 MLF 完全对冲当日到期量。截止周五收盘 R001 加权平均利率收于 2.63% (+31BP)，R007 加权平均利率收于 2.74% (+11BP)。DR001 加权平均利率收于 2.57% (-32BP)，DR007 加权平均利率收于 2.67% (+6BP)。下周公开市场无逆回购到期，仅有 1000 亿国库定存到期。
- 现券市场，一级市场招标需求较好。二级市场国债收益率整体下行，中端收益率上行幅度超过短端和长端收益率。一年期国债和国开债收益率分别-1BP 和+4BP 至 2.84% 和 3.14%。十年期国债和国开债收益率+5BP 和+3BP，收于 3.63% 和 4.22%，五年期国债和国开分别+9BP 和+6BP 至 3.44% 和 3.99%。国 10Y-1Y 走扩 6BP 至 79BP，10Y-5Y 走缩 4BP 至 19BP；国开 10Y-1Y 走缩 1BP 至 108BP，10Y-5Y 走缩 3BP 至 49BP。
- 基本面，8 月进出口增速双双回落，其中出口增速 9.8%，进口增速 20%。内需和外需增长压力。考虑 8 月 23 日美方对华 160 亿关税实施，贸易企业在 8 月中上旬的抢出口的情况，以及进入 9 月环保限产情况，后期出口和进口情况将继续恶化。
- 资金面，截止上周五央行已经连续 12 日暂停逆回购。引起注意的是央行对流动性总量水平描述也从“较高水平”调整为“合理充裕水平”。此外，上周有媒体曝央行 8 月向数家大型银行进行了定向正回购操作，回收流动性总规模约为 3000 亿元人民币。其中，向一家国有银行操作的定向正回购期限为 7 天，但央行明确随后否认。不管消息真假，不得不承认的是资金面最宽松的时期已经过去。考虑 9 月银行季末考核、地方发债情况、美联储加息，后期资金面利率上行概率大，而央行或继续以 MLF 投放长钱，后期收益率曲线大概率走平。
- 持仓方面，根据中债和上清数据，8 月中债托管环比变化主要表现为：1. 证券、基金、外资行减持信用债，并增持利率债；2. 银行理财增持利率债，减持信用债；3. 境外机构继续加大国债配置。以广义基金代表的交易机构在 8 月加大配置弹性较大的利率债，而减少信用债配置，一方面可能是 7-8 月信用债大涨后存在获利了结的，另一方面交易盘押注利率债，也反映了经济基本面悲观预期的看法。但考虑到 8 月汇率的快速贬值和 9 月美联储加息，中美利差缩窄和人民币贬值压力仍存，后期境外配置力量减弱，多头情绪可能面临冲击。
- 目前基本面未见起色，支撑利率债价格。而涨价已成共识，8 月价格指数大概率出现反弹，涨价一方面会导致生产企业利润恶化，另一方面将制约货币放松，对利率下行形成制约。短期的驱动因素主要来源于资金面，无论上周的正回购传言，还是 9 月地方债供

给继续放量（净增在 5000 亿左右）和 2.1 万亿的同业存单在中上旬到期，或是美联储 27 日加息概率大，资金面易紧难松。预估十年期国债收益率预计在 3.5%-3.7% 震荡，T1812 合约 94-96 区间操作。套利方面，目前现券 10Y-2Y 和 10Y-5Y 利差分别为 51BP 和 19BP，期货分别为 25BP 和 12BP，考虑 TS 活跃度不足，不建议 T-TS 套利，T-TF 套利等待反弹至 15BP 以上入场，8-9BP 出场。

## 上周走势回顾

### 1、货币市场

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	2.6340	2.3199	31.41	DR001加权	2.5734	2.2584	31.50
	R007加权	2.7415	2.6339	10.76	DR007加权	2.6742	2.6097	6.45
	R014加权	2.8298	3.3726	54.28	DR014加权	2.7652	2.5737	19.15
	R021加权	3.7612	3.6198	14.14	DR021加权	2.6070	2.5875	1.95
	R1M加权	3.1311	2.6324	49.87	DR1M加权	2.8336	2.5000	33.36
	R2M加权	3.2871	3.3200	3.29	DR2M加权	2.9130	2.7827	13.03
	R3M加权	3.1106	3.1161	0.55	DR3M加权	3.0248	3.1000	7.52
	R4M加权	3.6760	6.0000	232.40	DR4M加权	-	-	-
	R6M加权	3.8000	3.7000	10.00	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	2.7203	2.7374	1.71	R-001: 加权平均	2.7296	2.6879	4.17
	GC002加权	2.6716	2.6626	0.90	R-002: 加权平均	2.5672	2.5446	2.26
	GC003加权	2.6475	2.6218	2.57	R-003: 加权平均	2.6001	2.5148	8.53
	GC004加权	2.6637	2.5631	10.06	R-004: 加权平均	2.5817	2.4773	10.44
	GC007加权	2.7260	2.5971	12.89	R-007: 加权平均	2.7630	2.5873	17.57
	GC014加权	2.7526	2.5735	17.91	R-014: 加权平均	2.7430	2.5472	19.58
	GC028加权	3.1387	2.8902	24.85	R-028: 加权平均	3.1048	2.8604	24.44
	GC091加权	3.0014	2.9879	1.35	R-091: 加权平均	2.7104	2.8048	9.44
	GC182加权	2.8735	2.9986	12.51	R-182: 加权平均	2.9767	2.8607	11.60
	拆借市场	IB0001	2.6260	2.3480	27.80	SHIBOR0/N	2.5910	2.3090
IB0007		3.3989	3.7144	31.55	SHIBOR1W	2.6730	2.6330	4.00
IB0014		2.8765	2.7555	12.10	SHIBOR2W	2.7050	2.6800	2.50
IB0021		2.7503	3.4703	72.00	SHIBOR1M	2.7120	2.7200	0.80
IB01M		3.0113	3.2500	23.87	SHIBOR3M	2.8510	2.8940	4.30
IB02M		3.0790	4.5270	144.80	SHIBOR6M	3.2020	3.2070	0.50
IB03M		3.2212	4.1256	90.44	SHIBOR9M	3.4090	3.4150	0.60
IB04M		-	4.5000	-	SHIBOR1Y	3.5000	3.5030	0.30
IB06M		-	4.6500	-				
IB09M		-	-	-				
IB01Y		4.2500	-	-				

### 2、现券市场

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	2.8438	-0.13	11.86	3.1364	4.52	25.07
3Y	3.3607	8.8	24.17	3.7112	2.2	9.19
5Y	3.4366	9.04	14.9	3.9962	6.96	17.23
7Y	3.63	5.89	11.34	4.3065	5.65	15.83
10Y	3.6301	5.5	7.76	4.2171	3.14	10.18

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	3.6805	-0.35	12.31	4.3405	-0.35	5.31
3Y	4.2184	6.99	21.66	5.0584	6.99	17.66
5Y	4.4823	0.15	40	5.5014	3.4	25.26
7Y	4.7308	-5.97	23.48	5.8117	-3.19	13.71
10Y	4.8201	-6.53	27.39	5.901	-4.01	19.99

### 3、期货行情

期货行情回顾

合约	最新收盘价 (元)	周内涨跌幅 (%)	周成交量 (手)	成交变化 (手)	最新持仓量 (手)	持仓变化 (手)
TS00.CFE	99.255	-0.12%	871	-1356	16452	-932
TS01.CFE	99.300	0.00%	0	-22	95	23
TS02.CFE	98.895	0.00%	0	-11	40	5
TF00.CFE	97.600	-0.31%	361	-1789	6609	-8308
TF01.CFE	97.650	-0.36%	22833	-5476	81019	5114
TF02.CFE	97.725	0.03%	4	-1	32	7
T00.CFE	94.920	-0.46%	62	-9524	3086	-22842
T01.CFE	94.685	-0.46%	148721	-11220	269837	11864
T02.CFE	94.650	0.05%	76	61	311	109

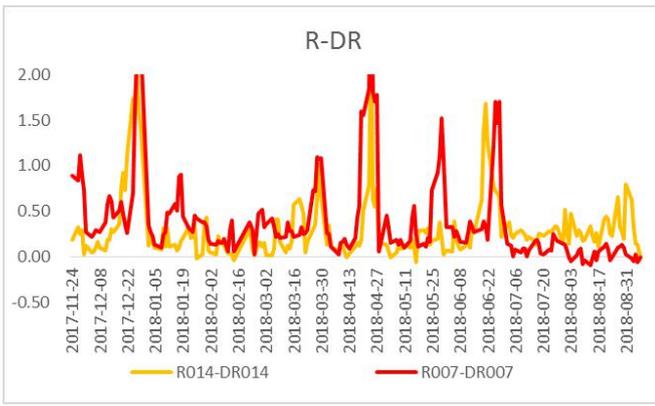
### 4、8月债市托管量变化

8月债券托管量变化

托管量环比变化	合计	特殊结算成员	商业银行	全国性商业银行	城商行	农商行+农村合作社	外资行	证券公司	基金	银行理财	保险	境外机构
<b>国债</b>	<b>1842.42</b>	<b>42.06</b>	<b>316.77</b>	<b>207.18</b>	<b>-11.41</b>	<b>60.06</b>	<b>53.95</b>	<b>190.54</b>	<b>105.50</b>	<b>-1.00</b>	<b>85.20</b>	<b>793.58</b>
国家开发银行债	487.95	37.35	194.06	153.44	0.25	-7.93	42.90	-46.69	21.26	37.36	-6.90	61.86
中国进出口银行债	-490.89	15.80	-248.49	-144.42	-45.77	-79.20	20.60	8.37	-78.68	48.90	-0.80	12.80
中国农业发展银行债	1871.15	15.90	670.86	287.52	323.34	17.81	39.40	47.07	386.97	50.78	23.50	7.99
商业银行普通债	68.97	0.00	11.15	-29.45	-2.68	43.27	0.00	2.54	70.04	-25.70	-0.20	0.00
商业银行次级债	0.20	0.00	0.20	0.00	0.00	0.20	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.20	0.00
商业银行混合资本债	395.40	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
二级资本工具	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
企业债	-340.12	1.40	19.22	8.97	25.66	-16.90	0.00	-8.97	-344.85	-22.91	-4.28	2.53
中期票据	-159.08	0.00	-41.24	-31.25	-2.99	-6.90	-0.10	0.80	-84.66	10.76	-6.60	3.10
CP	46.57	0.00	14.31	14.26	0.50	0.00	-1.60	24.31	-8.45	0.00	3.20	0.04
SCP	626.14	0.00	353.84	290.18	19.24	0.00	11.80	73.78	-123.61	0.00	-1.20	2.11
MTN上清	372.03	0.00	144.86	130.26	-1.76	10.36	3.20	81.09	11.80	0.00	-17.08	9.30
CD	339.45	0.00	438.36	-250.00	531.23	211.82	-84.30	-257.54	-398.63	0.00	-73.20	221.70
<b>利率债</b>	<b>3064.22</b>	<b>111.11</b>	<b>933.20</b>	<b>503.72</b>	<b>266.41</b>	<b>-9.26</b>	<b>156.85</b>	<b>199.29</b>	<b>435.06</b>	<b>-510.39</b>	<b>102.00</b>	<b>876.23</b>
<b>信用债</b>	<b>1425.57</b>	<b>5.40</b>	<b>1012.90</b>	<b>157.37</b>	<b>603.10</b>	<b>254.96</b>	<b>-69.70</b>	<b>-70.39</b>	<b>-686.82</b>	<b>80.22</b>	<b>-99.96</b>	<b>238.48</b>
中债登托管	3876.01	116.51	1032.03	517.19	318.30	22.81	156.75	207.86	138.59	193.38	90.72	881.86
上清所托管量	1437.32	0.00	914.07	143.90	551.21	222.88	-69.60	-78.96	-390.35	0.00	-88.68	232.85
总托管量	5113.34	116.51	1946.10	661.09	869.51	245.70	87.16	128.90	-251.76	193.38	2.04	1114.71

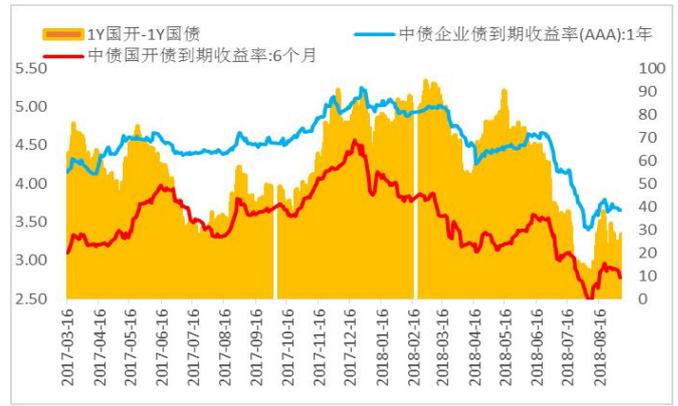
资料来源：wind，一德期货部

银行间质押式回购利率 (%)



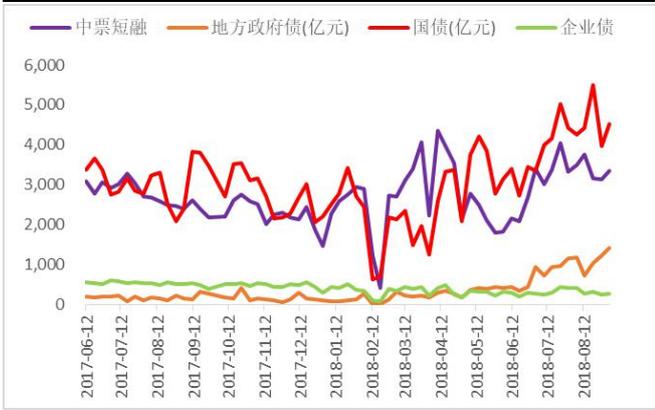
资料来源: wind, 一德期权部

短久期债券收益率 (%)



资料来源: wind, 一德期权部

债券成交 (亿元)



资料来源: wind, 一德期权部

债券发行量 (亿元)



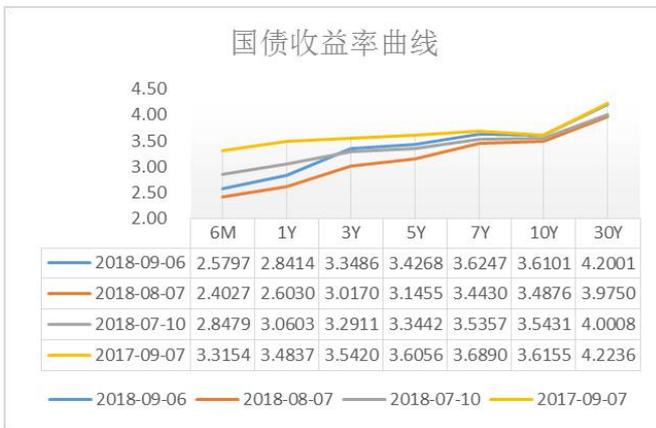
资料来源: wind, 一德期权部

中美利差 (BP)



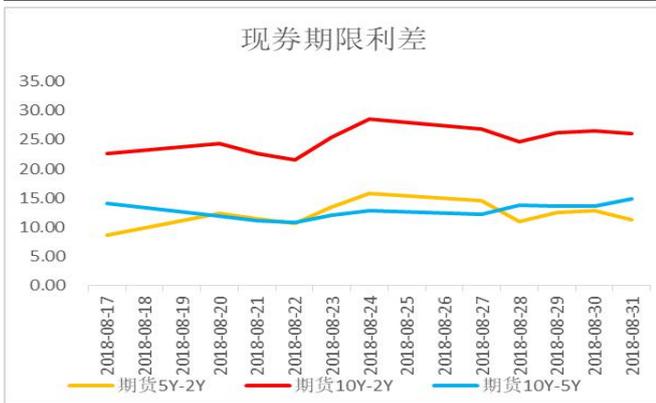
资料来源: wind, 一德期权部

国债收益率曲线 (%)



资料来源: wind, 一德期权部

期货期限利差 (BP)



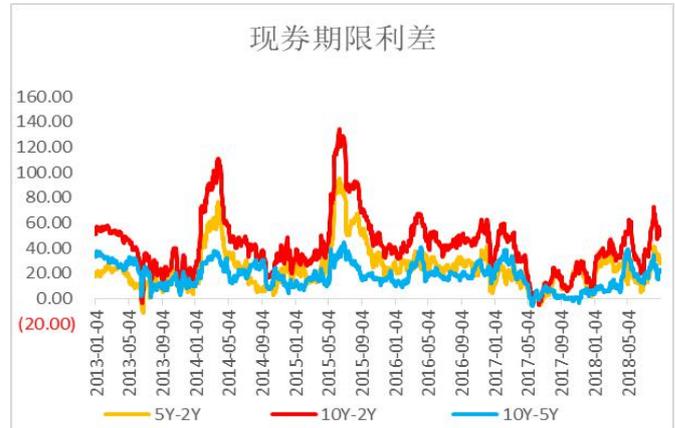
资料来源: wind, 一德期权部

3 年期债券信用利差 (BP)



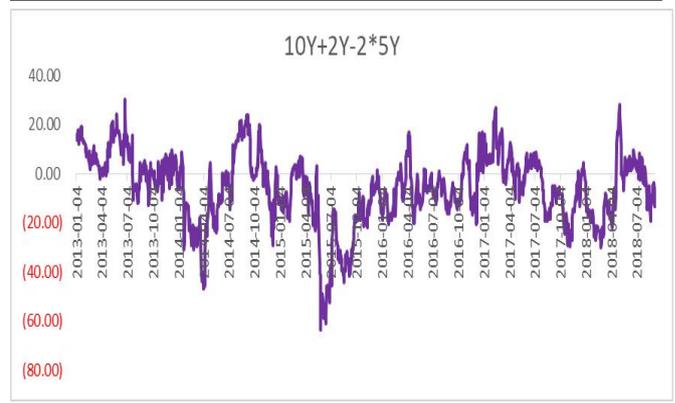
资料来源: wind, 一德期权部

现券期限利差 (BP)



资料来源: wind, 一德期权部

蝶式套利 (BP)



资料来源: wind, 一德期权部

## 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座大连连  
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