

一诺千金 德厚载富

# 一德期货 研究报告

（周报）

市场风偏提升，期债高位调整

——国债期货投资策略周报

20200216

一德期货期权部

金融衍生品分析师 刘晓艺

投资咨询号：Z0012930



## 一、期货行情回顾

上周各地开始逐步复工，湖北省外新增病例连续下降，市场避险情绪衰退，期债高位回调。截止上周五 TS2003、TF2003 和 T2003 分别收于 101.03（周跌 0.09%）、101.30（周跌 0.26%）和 100.39（周跌 0.78%）。周内 TS2003 合约持仓量减少 3320 手，成交量增加 1403 手；周内 TF2003 合约持仓量减少 10746 手，成交量增加 16495 手；T2003 合约持仓量减少 20325 手，成交量减少 5507 手。五年期债和十年期债移仓加快，03 合约持仓大减。

表 1：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	101.030	-0.09%	61768	1403	9484	-3320
TS01.CFE	100.780	-0.07%	6960	2688	7479	1028
TS02.CFE	100.560	-0.04%	476	-72	1375	-31
TF00.CFE	101.300	-0.26%	65507	16495	19842	-10746
TF01.CFE	100.900	-0.28%	24977	16241	15845	9075
TF02.CFE	100.520	-0.24%	127	-103	511	21
T00.CFE	100.390	-0.78%	188510	-5507	33321	-20325
T01.CFE	99.855	-0.82%	87255	34128	37747	14595
T02.CFE	99.475	-0.77%	1195	209	2312	174

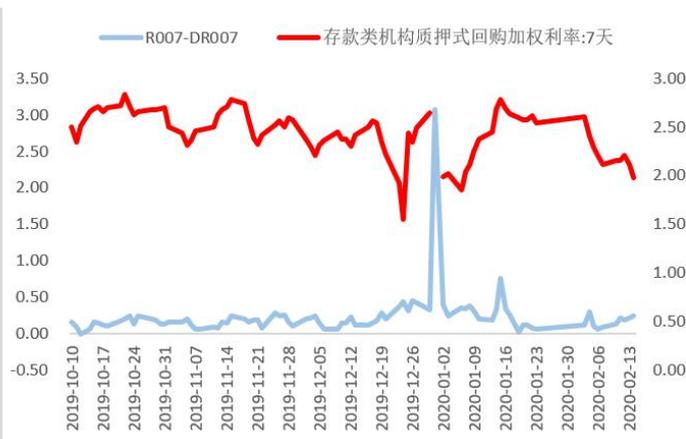
## 二、流动性观察

上周公开市场到期流动性 1.28 万亿，央行投放 1 万亿流动性予以对冲，净回笼 2800 亿，资金面延续宽松。截止周五收盘 R001 加权平均利率收于 1.36% (-50BP)，R007 加权平均利率收于 2.24% (+3BP)，DR001 加权平均利率收于 1.22% (-47BP)，DR007 加权平均利率收于 1.98% (-14BP)。本周一、二分别有 1 万亿和 2200 亿逆回购到期，临近月中缴税期，央行或开展 MLF 操作进行流动性投放并顺势下调操作利率。

图 1：Shibor3M (%) 和 R007 (%)



图 2：R007-DR007 (%)



## 三、现券市场观察

上周地方债恢复发行，利率债发行环比增加至 2202 亿，其中国债、地方债和政策银行债分别 530 亿、692 亿、980 亿。一级市场利率债招标需求旺盛，1-5 年期债券需求强于 7-10 年期债券。二级市场，短端和中长端国债收益率走势分化，信用债收益率整体下行。一年期国债和国开债收益率分别-9BP 和-6BP 至 1.96%和 2.01%，五年期国债和国开周内+3BP 和 0BP 至 2.62%和 2.96%，十年期国债和国开债收益率+6BP 和+6BP，收于 2.86%

和 3.28%。国债 10Y-1Y 走扩 15BP 至 90P, 10Y-5Y 走扩 3BP 至 24BP; 国开 10Y-1Y 走扩 12BP 至 127BP, 10Y-5Y 走扩 6BP 至 33BP。

图 3: 利率债发行量 (亿元)

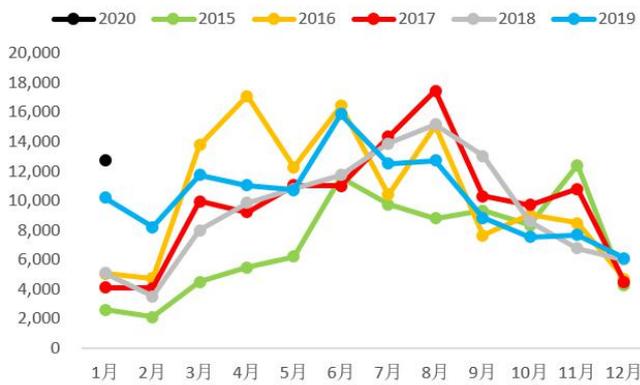


图 4: 现券成交金额 (亿元)

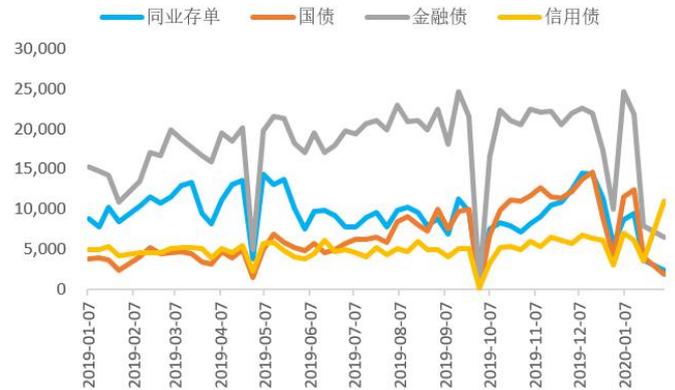


图 5: 十年国债收益率 (%)



图 6: 国债期限利差 (BP)



图 7: 中票短融收益率 (%)

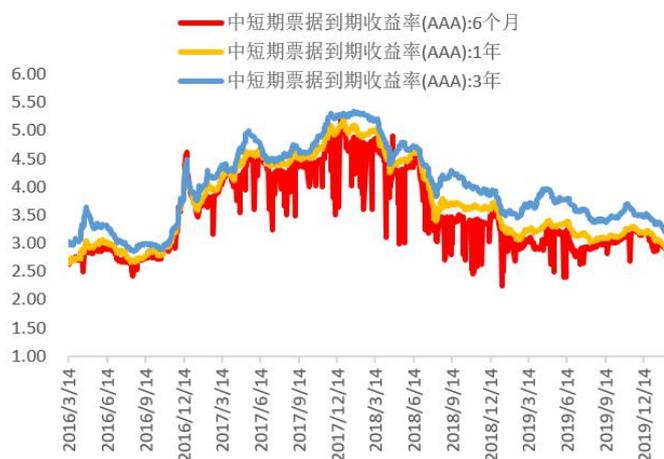
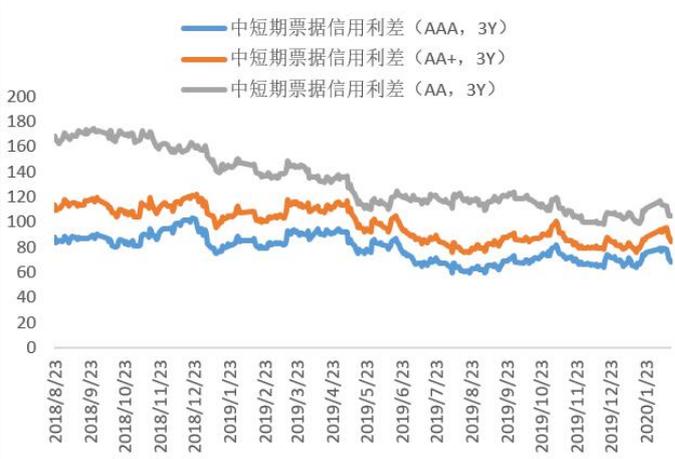


图 8: 信用利差 (BP)



#### 四、后市展望

上周市场风险偏好回升，国债期货高位调整，03 合约贴水扩大。调整原因来自两方面：一方面，非湖北地区新增确诊病例持续减少，令避险情绪衰退。另一方面，目经济刺激政策陆续推出，对于疫情后的基本面企稳预期增强施压债市。上周中央政治局召开，强调兼顾防治疫情和稳增长两大任务目标，未来逆周期调节政策将继续加码。此前一天，财政部提前下达 2020 年新增地方政府债务限额 8480 亿元，加上 2019 年 11 月提前下达的 1 万亿新增专项债额度，刚好达到上一年新增额度 60%的提前下达权限。市场担忧后期利率债供给对收益率的推升压力，实际无需过忧，若地方债开始大量发行，货币政策将以公开市场投放或降准方式予以支持，利率债供给压力对债券走势影响有限。考虑疫情发展期实体企业债务成本下调的迫切性，未来降准降息仍然可期，中长期利率下行趋势不变，下一阶段十年期国债收益率将继续逼近 2016 年低点。

短期需要关注各地复工进度以及复工过程中疫情发展情况。据新华网报道，山东、河北、福建、湖南等地连日来已有大批重大项目陆续复工开工，除了防疫物资等产业项目之外，新开工重大项目多集中在交通、水利等与民生相关的基建领域。此前，部分疫情压力较小的省市对于复工和基建项目作出工作部署，疫情发展持续向好，3 月地方专项债或加快发行推动基建项目进展，届时债市或迎来调整行情。

曲线形态上，上周国债收益率曲线在长端利率反弹带动下小幅走陡。目前现券 10 年-2 年、10 年-5 年期限利差分别为 55BP（周+8BP）和 24BP（周+3BP），期货三主力对应远期收益率 2.47%（周+5BP）、2.72%（周+6BP）和 2.95%（+9BP），10-2、10-5 利差分别为 49BP（周+4BP）、23BP（周+3BP）。当前资金利率维持低位，短端利率低位震荡。长端利率受市场风偏影响出现反弹。考虑今年复工情况复杂，相关经济刺激政策出台或进一步提升市场风险偏好，期货操作上建议暂时观望。

提示：若报告发出后海外市场 and 消息面出现不确定性，具体策略可能会发生改变，请投资者及时关注“一德早知道”。

图 9：五年期国债期货 IRR (%)



图 10：十年期国债期货 IRR (%)

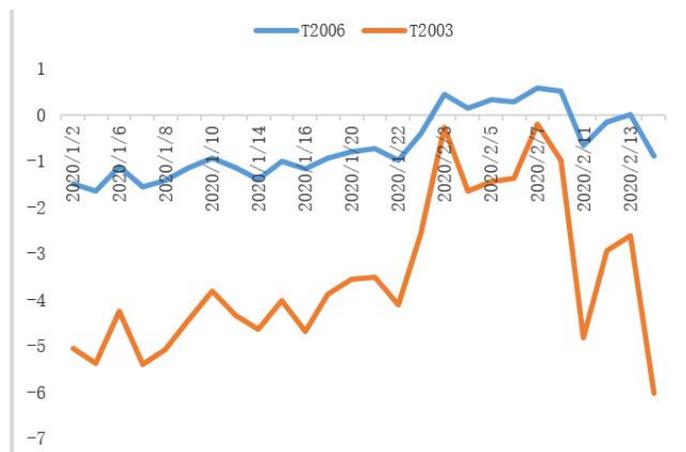


图 11: 国债期货现货 10 年-2 年利差 (BP)

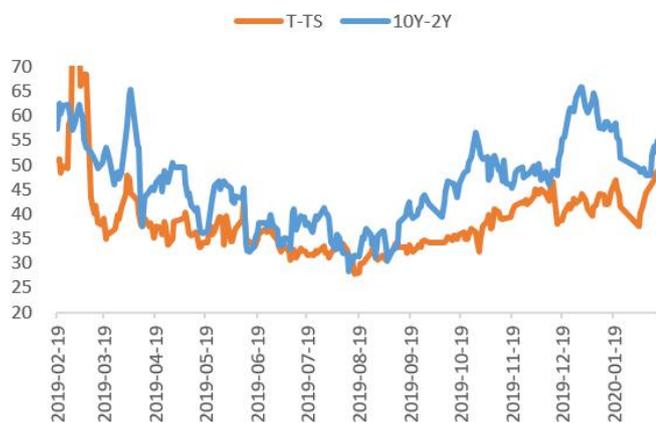
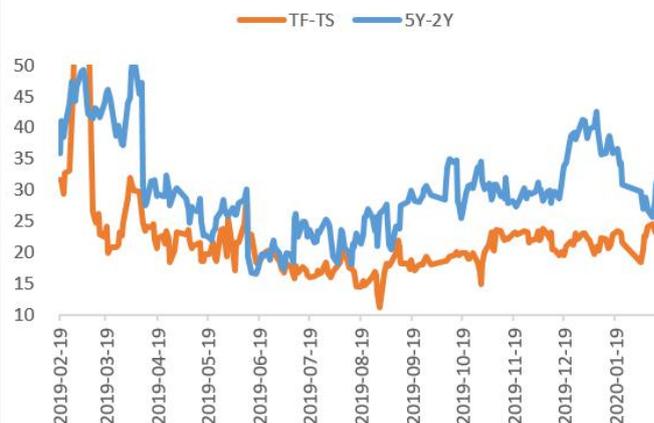


图 12: 国债期货现货 5 年-2 年利差 (BP)



## 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。



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

### 天津津滨大道营业部 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