

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（周报）

期限利差能否流畅压缩 ——国债期货投资策略周报

20200301

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

上周海外疫情发酵，避险情绪推动国债期货进一步上涨。截止上周五 TS2006、TF2006 和 T2006 分别收于 101.05（周涨 0.24%）、101.54（周涨 0.51%）和 101.11（周涨 0.88%）。周内 TS2006 合约持仓量减少 534 手，成交量增加 20111 手；周内 TF2006 合约持仓量增加 3336 手，成交量增加 14018 手；T2006 合约持仓量增加 8926 手，成交量增加 57060 手。

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	101.270	0.16%	5961	-30957	319	-4442
TS01.CFE	101.055	0.24%	48657	20111	10287	-534
TS02.CFE	100.830	0.29%	1206	323	1385	21
TF00.CFE	101.920	0.52%	12117	-30689	2267	-8073
TF01.CFE	101.540	0.51%	55954	14018	25705	3336
TF02.CFE	101.135	0.48%	290	-124	706	76
T00.CFE	101.340	0.62%	26872	-54168	283	-18219
T01.CFE	101.110	0.88%	245199	57060	64307	8926
T02.CFE	100.580	0.83%	3229	1267	2123	-218

二、流动性观察

上周央行暂停公开市场投放，净回笼 3000 亿流动性，周初资金面整体宽松，但受缴税影响周后期资金面收紧。截止周五收盘 R001 加权平均利率收于 1.71%（+29BP），R007 加权平均利率收于 2.47%（+30BP），DR001 加权平均利率收于 1.63%（+28BP），DR007 加权平均利率收于 2.32%（+25BP）。

图 1：Shibor3M（%）和 R007（%）

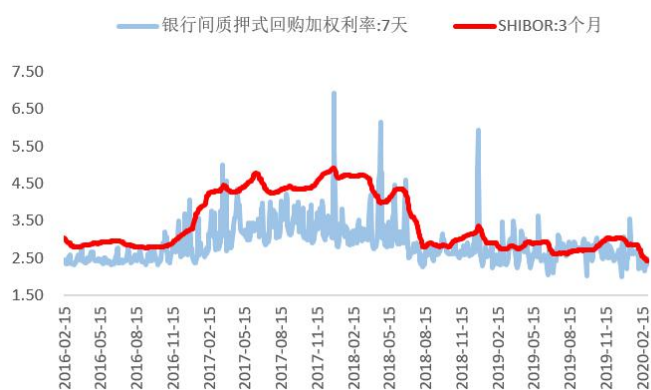
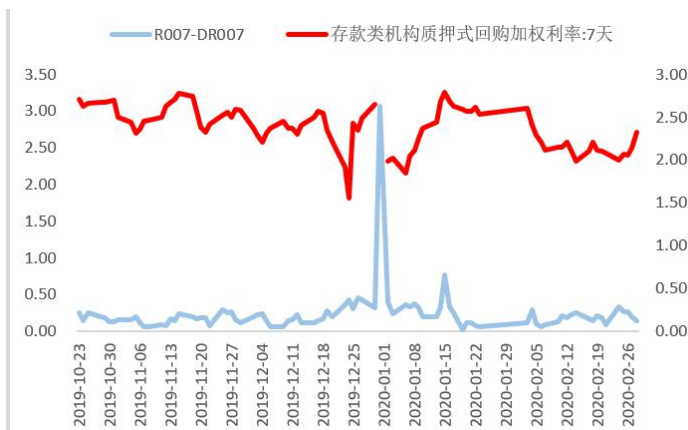


图 2：R007-DR007（%）



三、现券市场观察

上周地方债发行加快，利率债发行环比增加至 3307 亿，其中国债、地方债和政策银行债分别 100 亿、2239 亿、968 亿。受二级市场影响，一级市场利率债招标需求依然旺盛。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 0BP 和 +1BP 至 1.93% 和 2.15%，五年期国债和国开债周内 -14BP 和 -15BP 至 2.53% 和 2.85%，十年期国债和国开债收益率 -11BP 和 -7BP，收于 2.74% 和 3.20%。国债 10Y-1Y 走缩 11BP 至 81P，10Y-5Y 走扩 3BP 至 21BP；国开 10Y-1Y 走缩 8BP 至 105BP，10Y-5Y 走扩 8BP 至 35BP。

图3：利率债发行量（亿元）

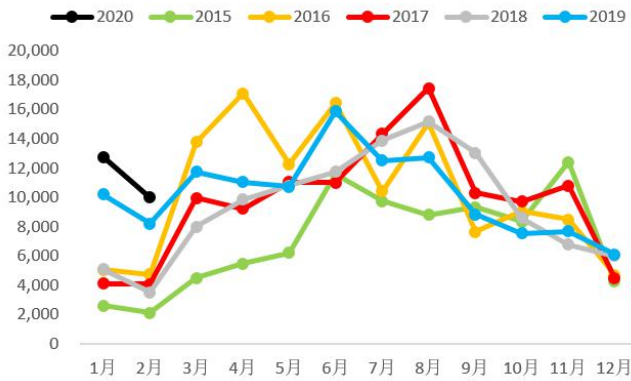


图4：现券成交金额（亿元）

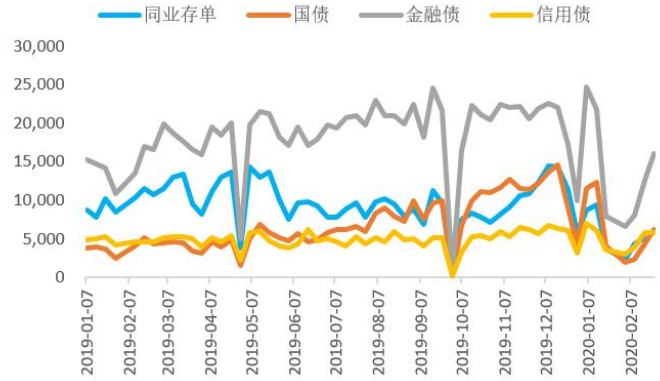


图5：十年国债收益率（%）

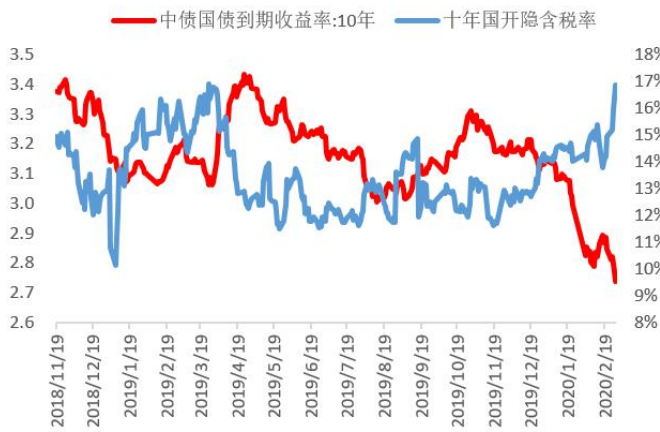


图6：国债期限利差（BP）

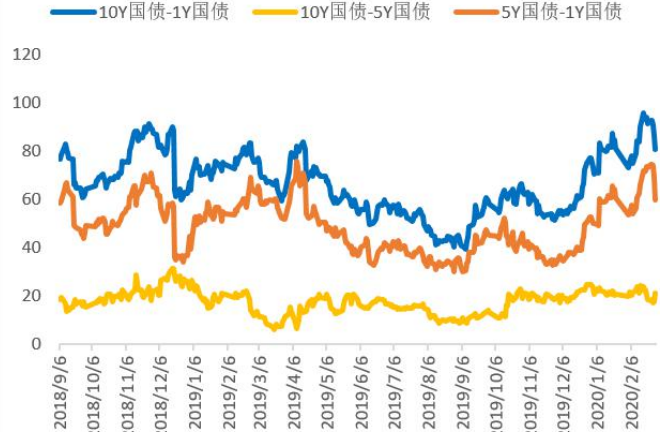


图7：中票短融收益率（%）

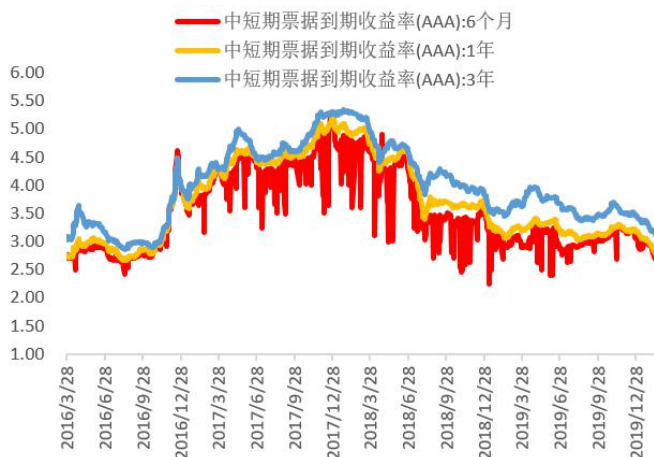
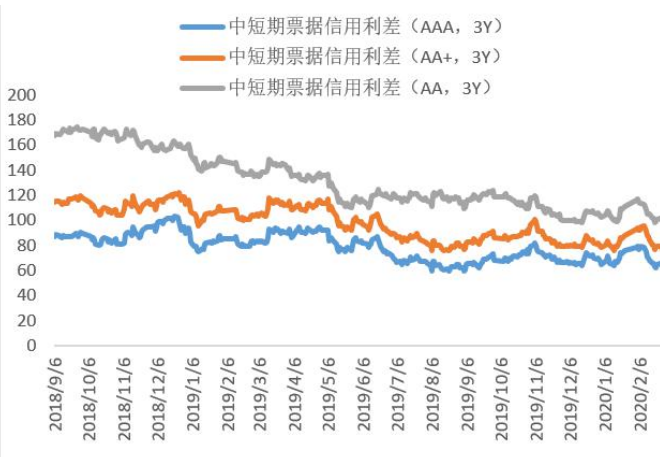


图8：信用利差（BP）



四、后市展望

海外疫情的扩大点燃国际资本避险情绪，上周美债在曲线倒挂后，十年美债收益率创下历史新低。但值得注意的一个信号是同样具有避险属性的黄金转跌：一方面，海外疫情使得通胀预期减退，美债实际收益率回升施压

金价，说明当前市场由避险驱动开始转向对经济衰退的担忧；另一方面，前期过于拥挤的黄金多头离场造成行情快速下跌。上述两方面均值得国内投资者注意！首先，2月创历史新低的制造业 PMI 公布后，市场对于国内的基本面预期已经兑现，接下来需要特别关注的外部经济环境变化。目前为止市场对疫情炒作集中在需求端，但随着疫情的扩散，后期市场矛盾是否会进一步转移到供给端难以预期，特别关注伊朗疫情向中东扩散可能。一旦供给端影响体现，可贸易品价格会出现反弹，债券收益率面临向上风险。其次，3月在复工速度加快的预期之下，工地的开工进度需要密切关注，专项债发行的或推动复工的加快。当前，国内债市预期整体较为乐观，需要我们警惕上述因子的边际变化，不建议继续追高。前期多单继续持有，新单观望。

曲线形态上，上周国债收益率小幅走平。10年-2年、10年-5年期限利差分别为 48BP（周-6BP）和 27BP（周-8BP），期货三主力对应远期收益率 2.45%（周-13BP）、2.77%（周-11BP）和 2.87%（-10BP），10-2、10-5 利差分别为 42BP（周+3BP）、20BP（周+1BP）。上周央行官员新闻发布会表示“综合运用 MLF、OMO、PSL 等工具，保持流动性合理充裕”，后期 OMO 利率下调可能性较大，短债收益率下行仍存空间。目前，国内债市基本面并未发生变化，但海外疫情的变化和国内复工的加快可能是长端利率波动主要驱动。尽管期限利差已处于历史高位，但不排除有继续扩张可能。套利策略暂时观望。

图 9：五年期国债期货 IRR (%)

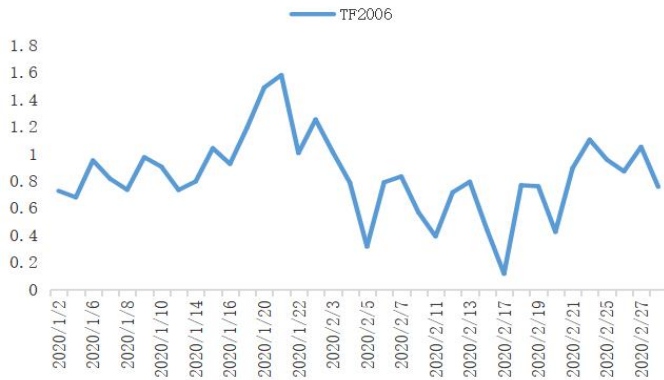


图 10：十年期国债期货 IRR (%)

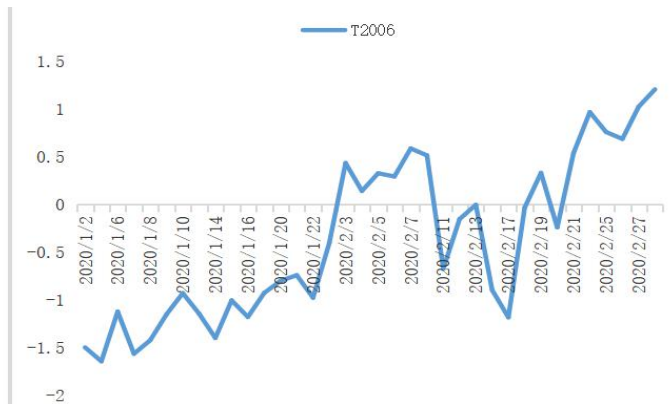


图 11：国债期现货 10 年-2 年利差 (BP)

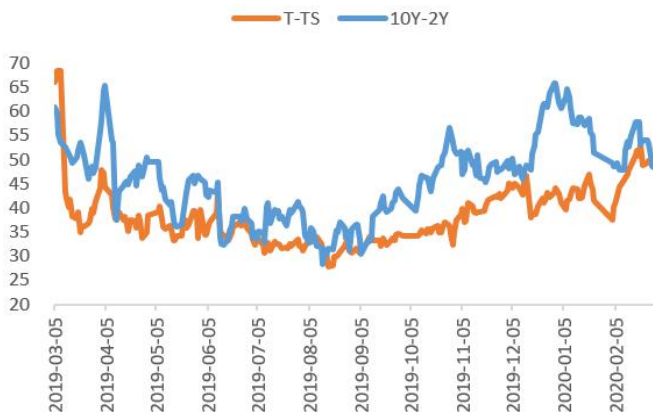
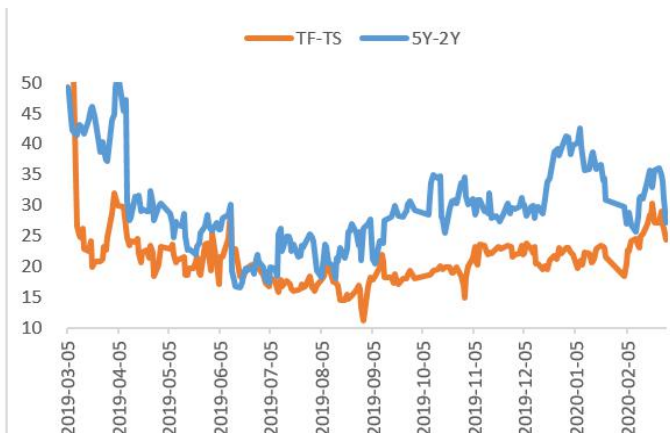


图 12：国债期现货 5 年-2 年利差 (BP)



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