

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（周报）

美债收益率历史新低，
中债继续挑战前低吗？
——国债期货投资策略周报

20200308

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

海外疫情发酵已发多国开启降息操作，避险情绪推动下国债期货继续上涨。截止上周五 TS2006、TF2006 和 T2006 分别收于 101.18（周涨 0.12%）、101.93（周涨 0.38%）和 101.48（周涨 0.37%）。周内 TS2006 合约持仓量增加 1455 手，成交量增加 9081 手；周内 TF2006 合约持仓量增加 5404 手，成交量增加 11452 手；T2006 合约持仓量增加 9228 手，成交量增加 37740 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	101.360	0.09%	646	-8211	147	-201
TS01.CFE	101.180	0.12%	54804	9081	11996	1455
TS02.CFE	100.980	0.15%	2051	703	1676	288
TF00.CFE	102.245	0.32%	737	-15081	2150	-215
TF01.CFE	101.930	0.38%	64340	11452	30517	5404
TF02.CFE	101.560	0.42%	627	362	795	116
T00.CFE	101.665	0.32%	1077	-31519	172	-67
T01.CFE	101.480	0.37%	270271	37740	70106	9228
T02.CFE	101.065	0.48%	7034	4664	3253	1070

二、流动性观察

上周公开市场零到期零投放，资金面整体宽松。截止周五收盘 R001 加权平均利率收于 1.44%（-27BP），R007 加权平均利率收于 2.06%（-41BP），DR001 加权平均利率收于 1.36%（-26BP），DR007 加权平均利率收于 1.89%（-43BP）。

图 1：Shibor3M（%）和 R007（%）

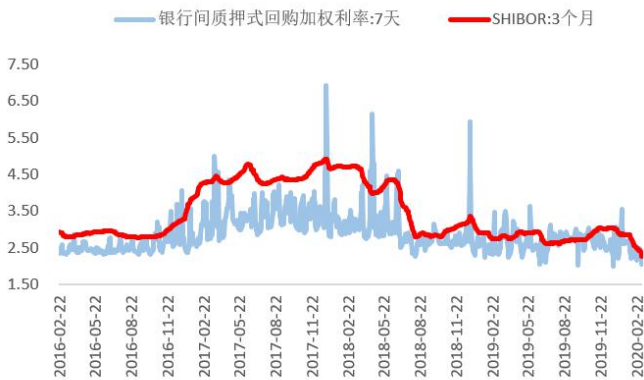
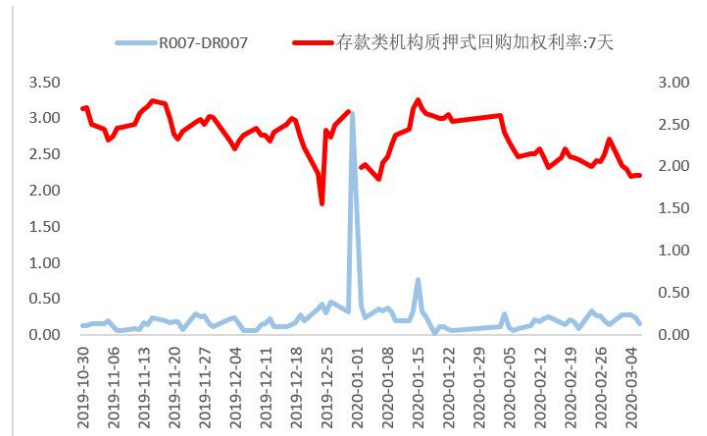


图 2：R007-DR007（%）



三、现券市场观察

上周国债发行加快，地方债发行放缓，利率债发行环比减少至 2906 亿，其中国债、地方债和政策银行债分别 1160 亿、699 亿、1047 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，收益率曲线整体下移，国债中长端表现好于短端，国开长端表现不及中短端，信用债收益率整体下行。一年期国债和国开债收益率分别-3BP 和-10BP 至 1.91%和 2.05%，五年期国债和国开周内-7BP 和-8BP 至 2.46%和 2.77%，十年期国债和国开债收益率-11BP 和-6BP，收于 2.63%和 3.14%。国债 10Y-1Y 走缩 10BP 至 71P，10Y-5Y 走缩 4BP 至 17BP；

国开 10Y-1Y 走扩 4BP 至 109BP，10Y-5Y 走扩 1BP 至 36BP。

图 3：利率债发行量（亿元）

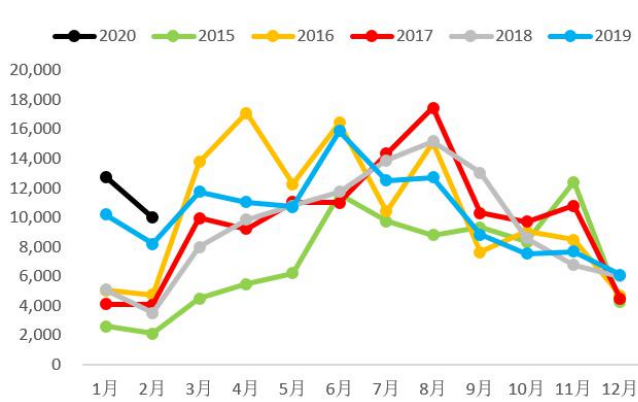


图 4：现券成交金额（亿元）

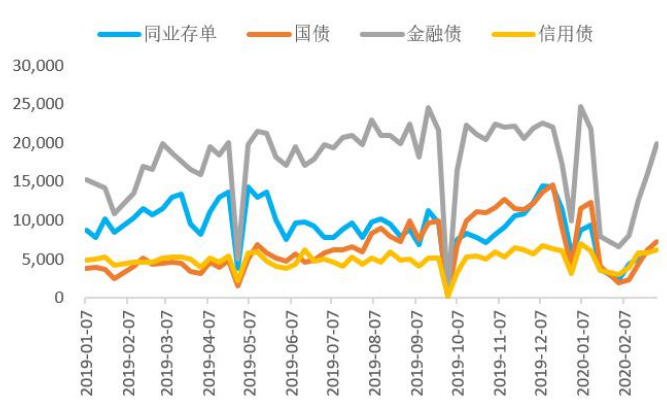


图 5：十年国债收益率（%）

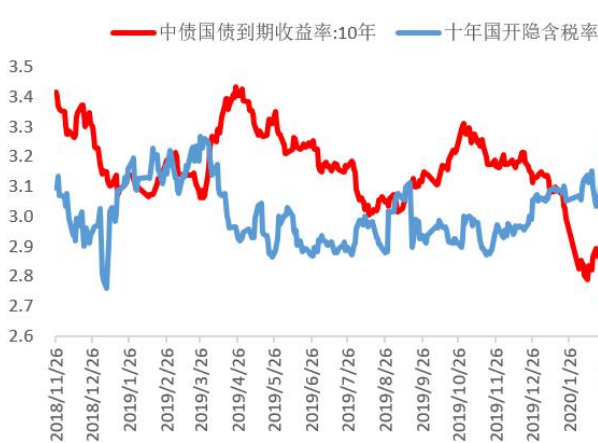


图 6：国债期限利差（BP）

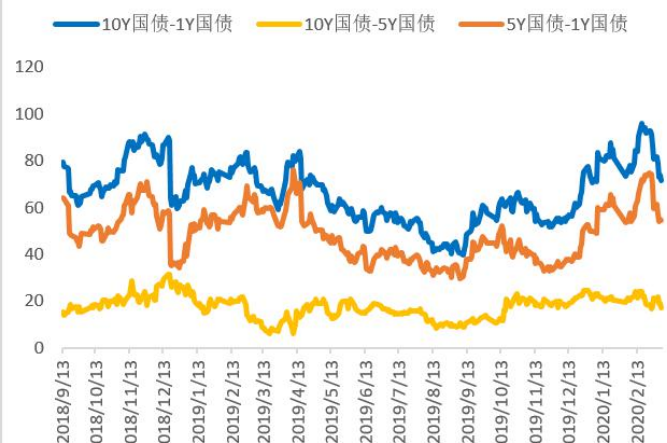


图 7：中票短融收益率（%）

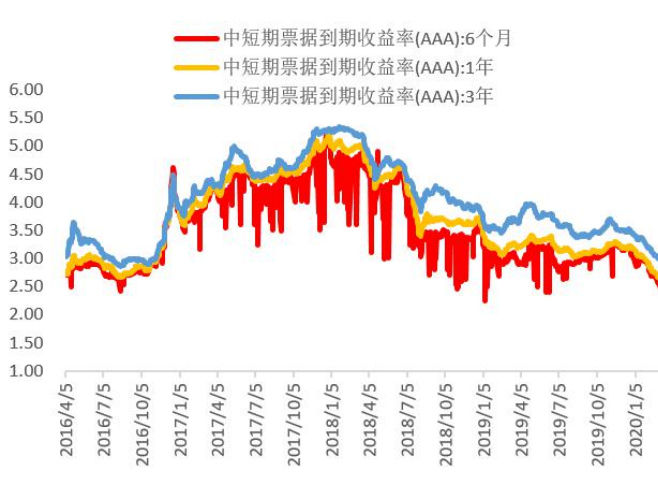
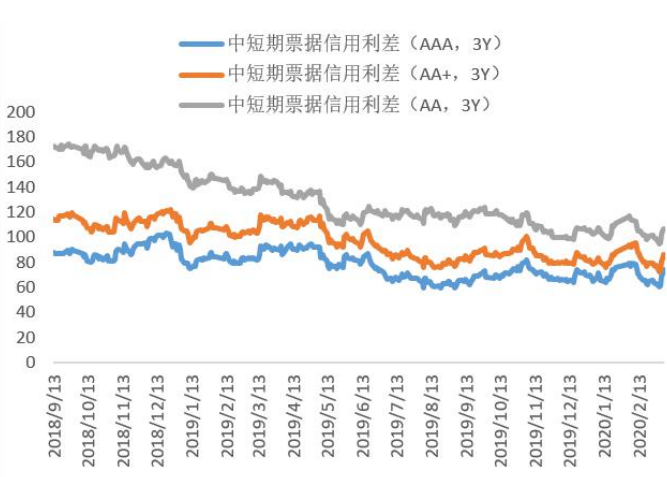


图 8：信用利差（BP）



四、后市展望

海外疫情继续蔓延，上周多国已经开启降息操作，特别是美联储在上周二紧急降息 50BP，反而加重市场对经济美国经济衰退的担忧。历史高位的中美利差及国内期限利差下，交易盘涌向中长端国债，令国债走势强于国

开。上周美国十年期国债盘中一度走低至 0.66%，中债在美联储降息后收益率快速走低，上周五十年国债收益率突破 2016 年低点至 2.62%，历史上最低点是 2002 年 6 月 2.34%。此前报告中我们提到（3 月 6 日《美联储紧急降息后，中债仍是避风港》），无论从央行货币政策的空间还是汇率强弱预期看，境外机构对债市的配置动力很强，2016 年低点突破可能性较大。目前盘面和 2 月中债登数据印证了此前的推理（2 月境外机构托管债券面额达 19516.02 亿元，同比增 29.03%，为连续 15 个月增持人民币债券）。

对于十债能否突破 2002 的低点我们倾向于否。尽管短期海外避险逻辑占据上风，中美联储继续降息概率较大导致国内货币宽松预期增强，国债收益率有望进一步走低。但需要注意的是，当前海外疫情对国内加工企业的产业链冲击将愈发明显，外部环境供需两端施压国内经济，在此背景下，以增加需求为主的逆周期调节政策预期将进一步加码在外部需求恶化的情况下，后续国内经济政策可能更加强劲。自上周开始专项债已经加速发行，伴随着复工加速恢复，3 月基建大概率修复，国债收益率中期面临上行压力，当前操作不宜盲目追高。

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 44BP（周-4BP）和 17BP（周-4BP），期货三主力对应远期收益率 2.39%（周-6BP）、2.58%（周-9BP）和 2.83%（-4BP），10-2、10-5 利差分别为 44BP（周+2BP）、25BP（周+5BP）。短期资金面非常宽松，市场预期 18 日美联储继续降息 50BP-75BP 概率高，并预期中国央行的跟进的可行性较大，短端收益率进一步走低概率大。但目前长端不确定性较强，外部的避险传导逻辑和国内的经济修复预期存在矛盾。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 (%)

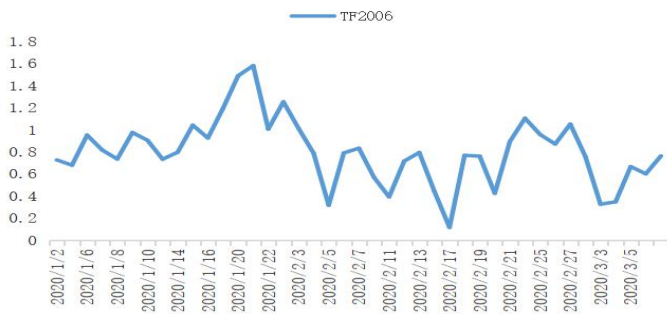


图 10：十年期国债期货 IRR (%)

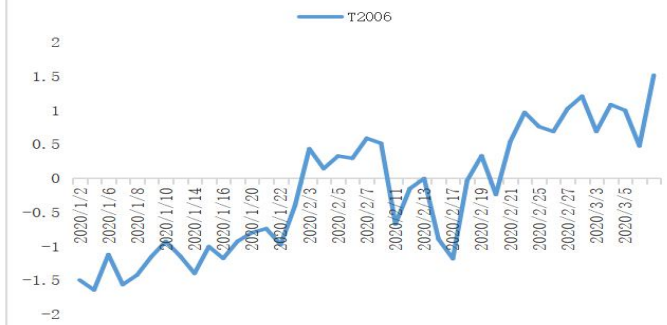


图 11：国债期现货 10 年-2 年利差 (BP)

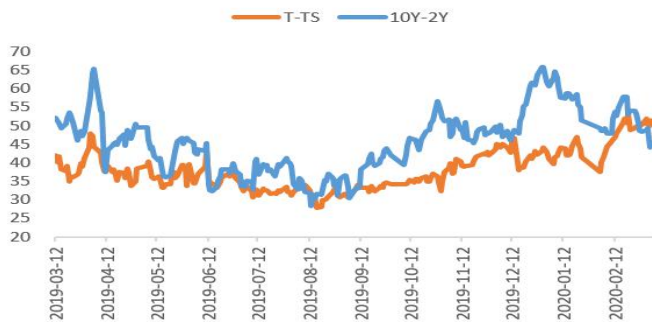
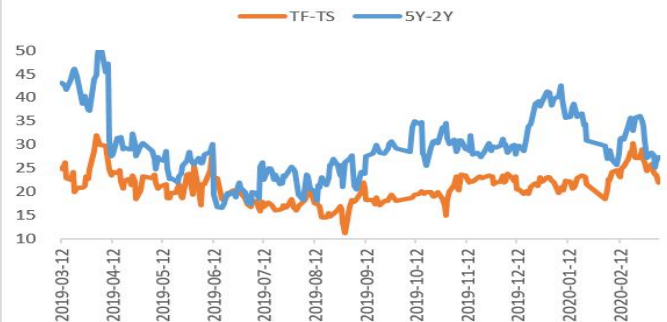


图 12：国债期现货 5 年-2 年利差 (BP)



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