

一诺千金 德厚载富

# 一德期货 研究报告

（周报）

## 期限利差开始压缩了吗 ——国债期货投资策略周报

20200426

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

上周国债期货先跌后涨。周初隔夜资金利率收敛叠加财政部下达1万亿地方专项额度，长债收益率小幅上行。周二受资金面转松和国际油价下跌影响，期债高开，但午后主力在前高附近出现调整。周三周四五年期债表现亮眼，创上市以来新高。周五央行下调TMLF操作利率20BP，但消息公布后市场表现平淡。截止上周五TS2006、TF2006和T2006分别收于102.650（周+0.33%）、104.550（周+0.86%）和103.315（周+0.98%）。周内TS2006合约成交量增加7093手，持仓量减少758手；周内TF2006合约成交量增加20284手，持仓量减少1882手；T2006合约成交量增加45297手，持仓量减少7015手。成交持仓数据显示，市场交投情绪上涨，部分多头止盈离场。

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 | 102.650  | 0.33%    | 43693   | 7093    | 14707    | -758    |
| TS01.CFE | 102.360  | 0.27%    | 7525    | 4561    | 4788     | 694     |
| TS02.CFE | 102.150  | 0.25%    | 1436    | 19      | 1124     | 422     |
| TF00.CFE | 104.550  | 0.86%    | 110487  | 20284   | 35259    | -1882   |
| TF01.CFE | 103.880  | 0.70%    | 13570   | 8328    | 6002     | 3204    |
| TF02.CFE | 103.265  | 0.53%    | 543     | -172    | 247      | 37      |
| T00.CFE  | 103.315  | 0.98%    | 311164  | 45297   | 75141    | -7015   |
| T01.CFE  | 102.715  | 0.89%    | 40438   | 28280   | 16501    | 7414    |
| T02.CFE  | 102.080  | 0.67%    | 2078    | 885     | 795      | 193     |

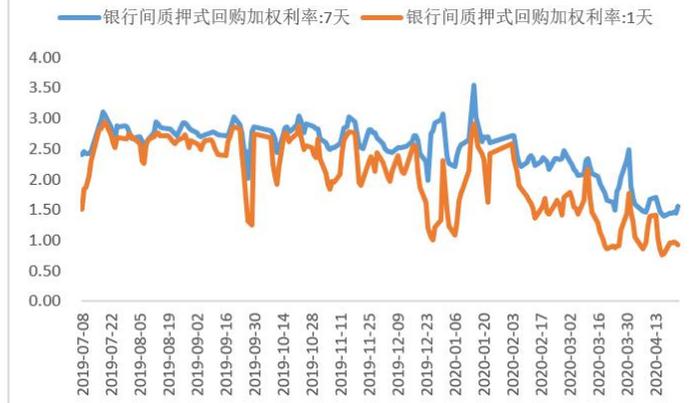
## 二、流动性观察

上周恰逢缴税期，资金面较前一周边际收紧，但周三定向降准落地后资金面明显转松。截止周五收盘R001加权平均利率收于0.92%（+13BP），R007加权平均利率收于1.56%（+16BP），DR001加权平均利率收于0.91%（+19BP），DR007加权平均利率收于1.55%（+8BP）。

图1：Shibor3M(%)和R007(%)



图2：R007和R001(%)



## 三、现券市场观察

上周国债发行缩量，利率债发行环比减少至2052亿，其中国债、地方债和政策银行债分别201亿、755亿、1095亿。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，国债中短端表现好于长端，期限利差走扩，信用债收益率小幅上行。一年期国债和国开债收益率分别-41BP和-39BP至1.24%和1.31%，五年期国

债和国开周内-22BP和-29BP至2.12%和2.29%，十年期国债和国开债收益率-5BP和-9BP，收于2.54%和2.85%。国债10Y-1Y走扩36BP至130P，10Y-5Y走扩17BP至42BP；国开10Y-1Y走扩30BP至154BP，10Y-5Y走扩20BP至56BP。

图3：利率债发行量（亿元）

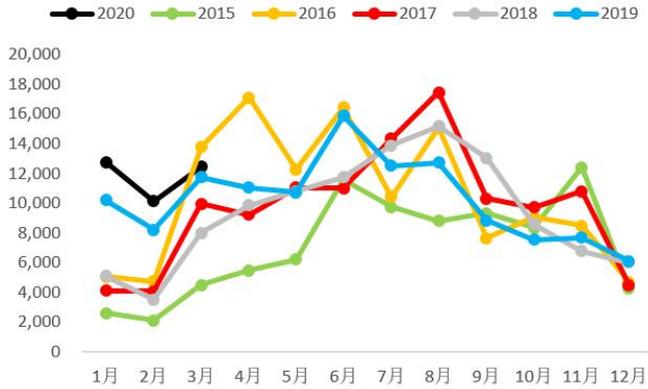


图4：现券成交金额（亿元）

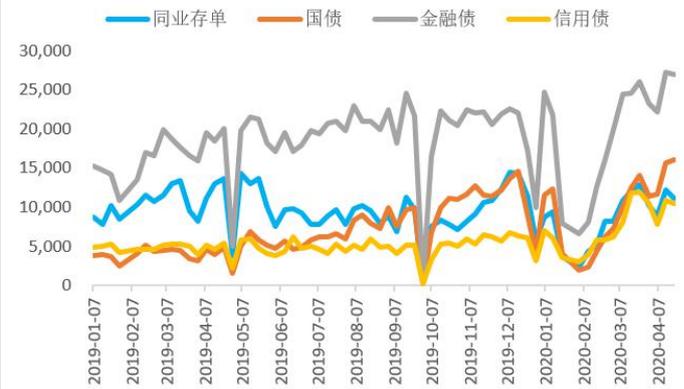


图5：十年国债收益率（%）



图6：国债期限利差（BP）

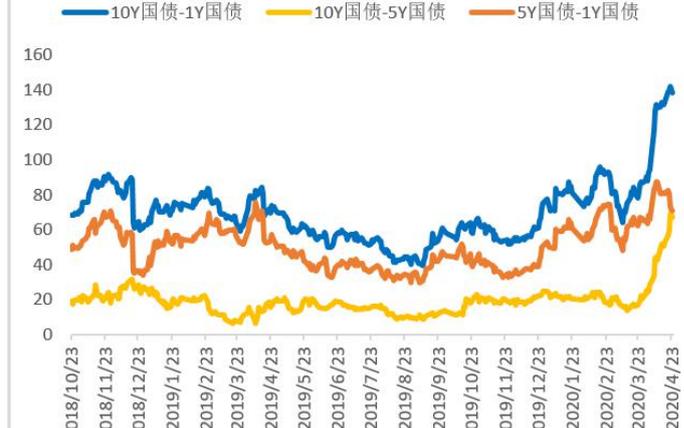


图7：中票短融收益率（%）

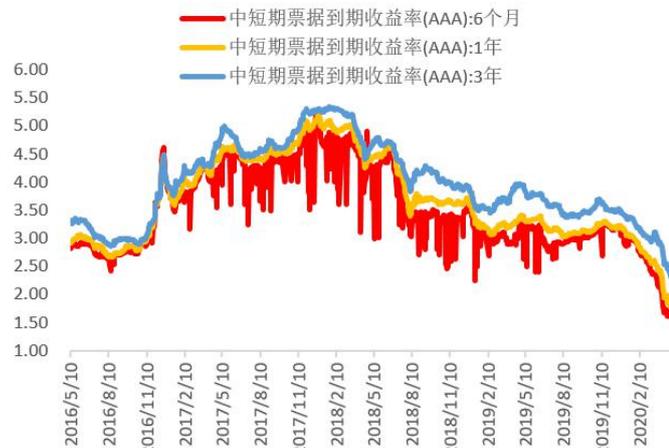
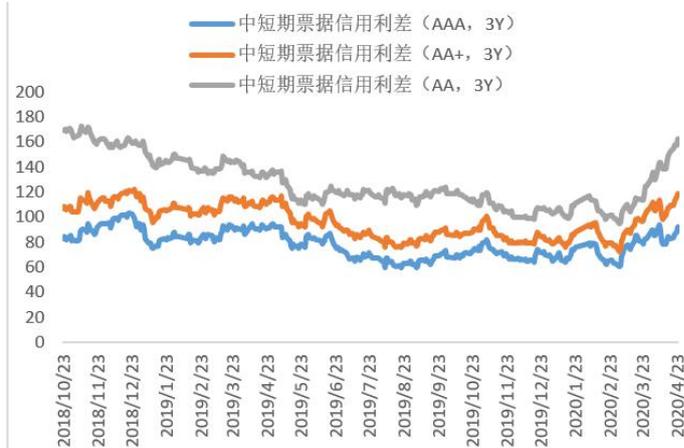


图8：信用利差（BP）



#### 四、后市展望

上周国债期货再创历史新高，主要得益于资金面的宽松，基本面和政策面并没有新增利好驱动。上周五央行

缩量续作一年期 TMLF，收回 2113 亿流动性，同时 TMLF 跟随 MLF 利率下调 20BP 至 2.95%（高于 1 年期 MLF 利率 2.8%），此次操作对债市影响中性。此前定向降准、专项再贷款、再贷款再贴现额度的扩容已经为机构投放小微企业贷款提供了充足的流动性，机构对于 TMLF 的需求或已经显著下降。银行间资金利率持续走低，造就短端收益率大幅走低，目前已经有向中长端传导的迹象。上周在美债收益率进一步走低的情况下，外资盘加大对中长端现券的购买点燃国内投资者的做多情绪，继五债大涨后，十债大涨，期限利差开始压缩。

未来两周是国内数据真空期，从 4 月国内高频数据和海外疫情发展看，基本面改善力度有限。债券走势更多关注资金面和政策面变化。考虑 TMLF 操作净回收流动性，月末资金面压力可能增加。此外，新增一万亿专项债在 5 月底前发完，利率供给压力亦利空债市。市场多空因素交织，债券走势不确定性增强，单边操作建议保持观望。

曲线形态上，上周国债期限利差先扩后缩。国债现券 10 年-2 年、10 年-5 年期限利差分别为 114BP（周+15BP）和 67BP（周+14BP），期货三主力对应收益率 1.64%（周-17BP）、2.03%（周-19BP）和 2.62%（-11BP），10-2、10-5 利差分别为 98BP（周+6BP）、59BP（周+8BP）。目前基本面及预期没有改变，即短端受资金面宽松影响有望维持高位震荡，长端收益率在基本面和政策面预期期间博弈方向不明。考虑新增一万亿专项债在 5 月底前发完，利率供给角度看未来一个月内长债收益率仍有上行压力，曲线仍有可能进一步陡峭化。建议套利暂时观望。

图 9：国债期限利差 (BP)

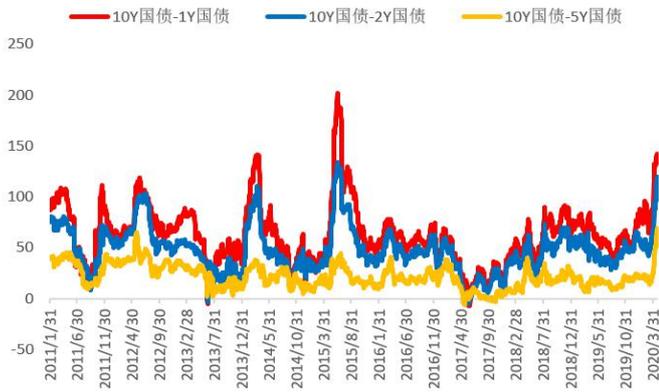


图 10：美国十年期国债收益率 (%)



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)



图 13：十年期国债期货主力 IRR (%)

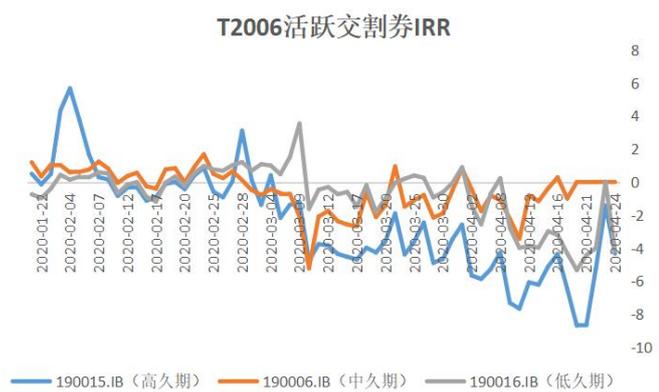
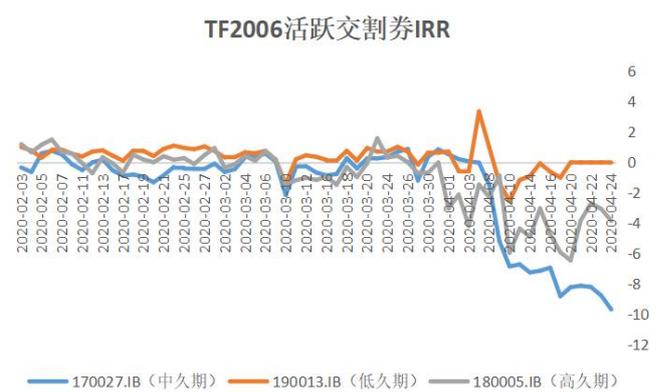


图 14：五年期国债期货主力 IRR (%)



## 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