

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（周报）

国债期货上下两难，
跨期机会值得关注

——国债期货投资策略周报

20200510

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

上周国债期货快速调整，截止上周五 TS2006、TF2006 和 T2006 分别收于 102.430（周-0.23%）、104.335（周-0.62%）和 102.140（周-0.78%）。周内 TS2006 合约成交量减少 2167 手，持仓量减少 1759 手；周内 TF2006 合约成交量减少 10080 手，持仓量减少 5229 手；T2006 合约成交量增加 3874 手，持仓量减少 8967 手。

二、流动性观察

上周资金面先紧后松。截止周五收盘 R001 加权平均利率收于 0.93%（-94BP），R007 加权平均利率收于 1.61%（-32BP），DR001 加权平均利率收于 0.91%（-94BP），DR007 加权平均利率收于 1.55%（-36BP）。

图 1：Shibor3M (%) 和 R007 (%)



图 2：R007 和 R001 (%)



三、现券市场观察

尽管受假期影响上周交易日缩减，但利率债发行量增加到 3263 亿，其中国债、地方债和政策银行债分别 1740 亿、398 亿、1125 亿。受二级市场影响，一级市场利率债招标情况一般。二级市场，国债中端表现不及短端和长端，信用债利差小幅上行。一年期国债和国开债收益率分别+6BP 和+14BP 至 1.21%和 1.33%，五年期国债和国开债收益率分别+15BP 和+20BP 至 1.94%和 2.35%，十年期国债和国开债收益率+8BP 和+13BP，收于 2.62%和 2.95%。国债 10Y-1Y 走扩 2BP 至 141P，10Y-5Y 走缩 7BP 至 68BP；国开 10Y-1Y 走缩 1BP 至 162BP，10Y-5Y 走缩 7BP 至 60BP。

图 3：利率债发行量（亿元）

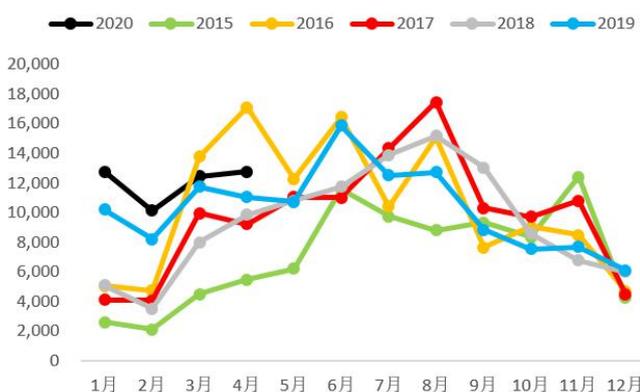


图 4：现券成交金额（亿元）

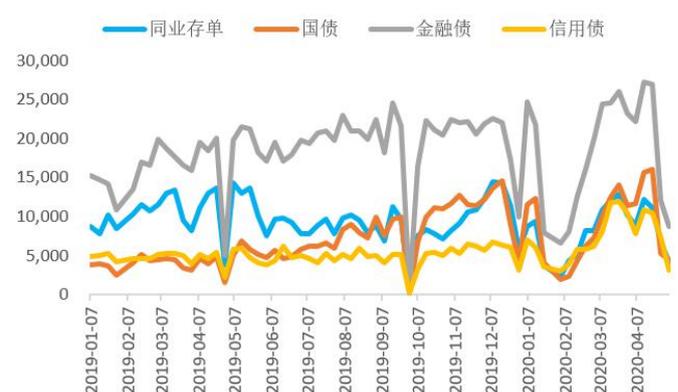


图 5：十年国债收益率 (%)



图 6：国债期限利差 (BP)



图 7：中票短融收益率 (%)

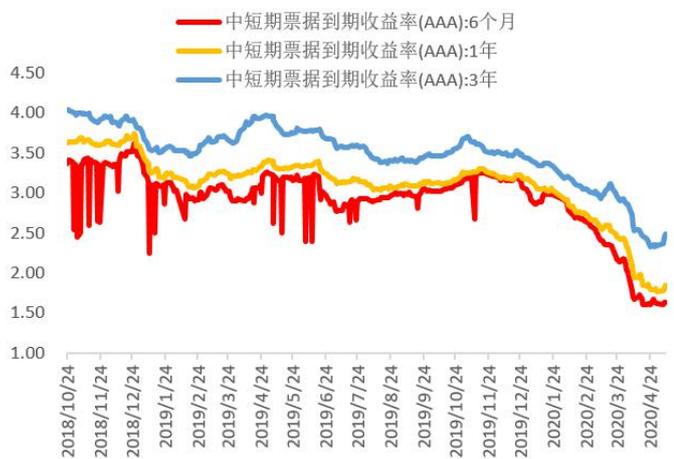
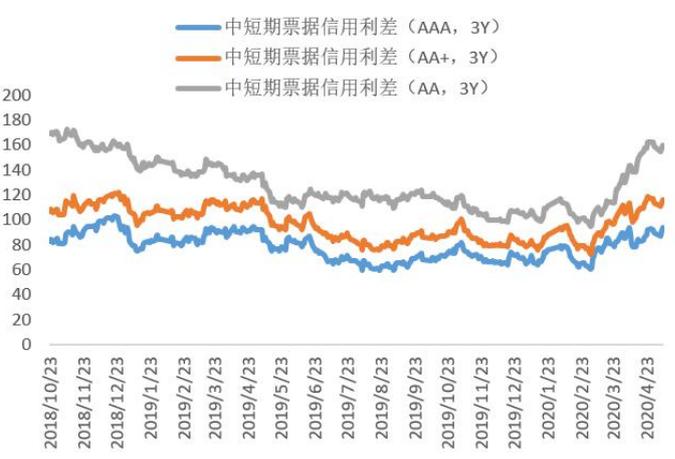


图 8：信用利差 (BP)



四、后市展望

自 4 月 30 日至 5 月 8 日，国债期货连续四日调整，十年期货主力累计下跌 1.8 元以上。盘面看，多头离场加剧下跌速度。引发上周国债快速调整的导火索是 4 月超预期的进出口数据（4 月出口回升至 3.5%，进口下降 14.2%）。考虑 4 月贸易数据受基数和延期交货的影响较多，4 月交付的货物可能会在海外形成库存，因此后期出口数据出现反复的概率较大。而受疫情影响，就业情况的不乐观使得外部经济不确定性仍然很强，未来 2 个月国内经济走势很难判断，目前难言债券牛市结束。

短期看，两会召开前市场博弈政策利好，以及 4 月末欧美开始美复工，导致内外市场风险偏好均有所上行，对国债走势形成打压。另外，5 月利率债供给压力较大（预计在 2 万亿左右），债市的供给压力会对行情形成扰动。尽管后期货币政策大概率会通过公开市场投放或降准形式给予流动性配合，但阶段性的资金面收紧和长端利率债的冲击仍可能发生。在银行负债成本未见明显回落前，内资机构对长端债券配置动力不足，也是制约长债收益率下行的因素，做多胜率可能不高。而注意到五一节前 06 主力已经开始向 09 移仓，目前移仓速度加快，06 基差有望加减速收敛，做空安全边际不够，因此目前 06 单边操作相对困难。跨期方面，在期货深贴水情况下，

06 多头更倾向于持有至交割，06 空头或移仓至 09 合约，06-09 价差有望继续走扩。

曲线形态上，上周国债期限利差基本持平 4 月末，10-5 利差收窄。国债现券 10 年-2 年、10 年-5 年期限利差分别为 116BP（周-1BP）和 68BP（周-7BP），期货三主力对应收益率 1.75%（周+12BP）、2.08%（周+14BP）和 2.75%（+9BP），10-2、10-5 利差分别为 100BP（周-3BP）、67BP（周-5BP）。目前短债受资金面宽松影响有望维持高位震荡，长债在基本面和预期博弈下方向不明，利率供给压力阶段性冲击或施压长债，曲线仍有可能进一步陡峭化。建议套利暂观望。

图 9：国债期限利差（BP）

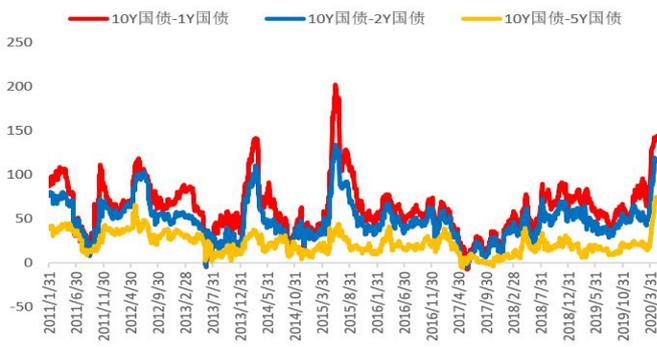


图 10：美国十年期国债收益率（%）



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）

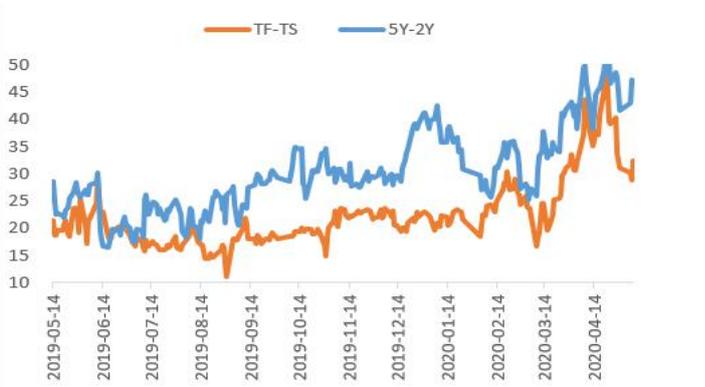


图 13：十年期国债期货主力 IRR（%）

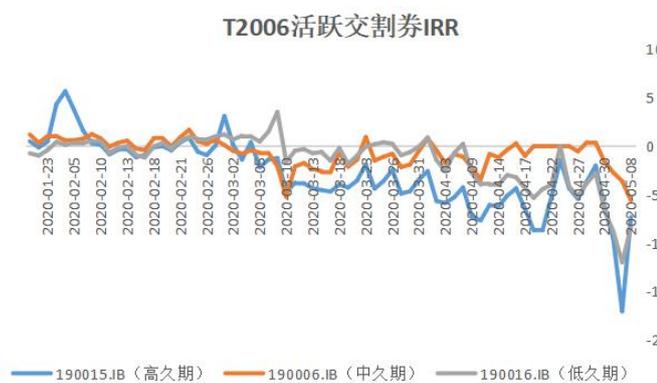
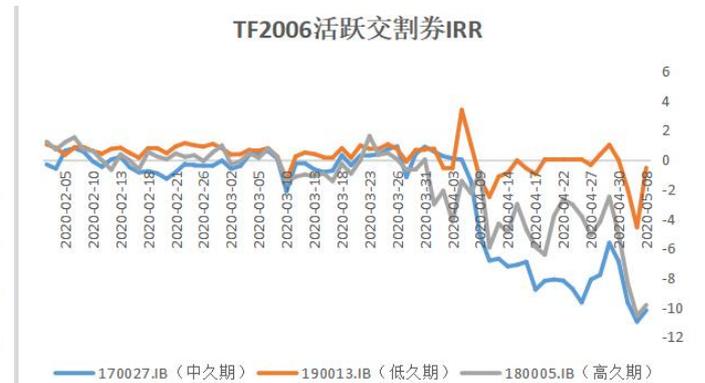


图 14：五年期国债期货主力 IRR（%）



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