

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（周报）

货币政策偏鹰信号，
国债期货颓势难改
——国债期货投资策略周报

20200809

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

上周国债期货低位震荡。数据真空期，债市受情绪和消息面影响较大。周初，央行公开市场回笼流动性，但债市不跌反涨。周中3年期和7年期国债发行情况不佳，叠加央行官员称“目前的货币政策逆周期调节力度已经不小，应该维持目前力度，没必要加码”，期债盘中跳水。周后期受央行发布二季度货币政策执行报告释放鹰派信号影响，国债期货继续下跌。截止上周五 TS2009、TF2009 和 T2009 分别收于 100.545（周-0.18%）、100.440（周-0.28%）和 98.795（周-0.05%）。周内 TS2009 合约成交量减少 797 手，持仓量减少 461 手；周内 TF2009 合约成交量减少 1.3 万手，持仓量减少 5803 手；T2009 合约成交量减少 3.1 万手，持仓量减少 1.4 万手。

二、流动性观察

上周公开市场到期 2800 亿逆回购，央行投放 100 亿逆回购，当周净回笼 2700 亿流动性，资金面先松后紧。截止周五收盘 R001 加权平均利率收于 2.11%（+19BP），R007 加权平均利率收于 2.22%（-10BP），DR001 加权平均利率收于 2.05%（+24BP），DR007 加权平均利率收于 2.20%（-3BP）。下周公开市场仅有 100 亿逆回购到期。

图 1: Shibor3M (%) 和 R007 (%)

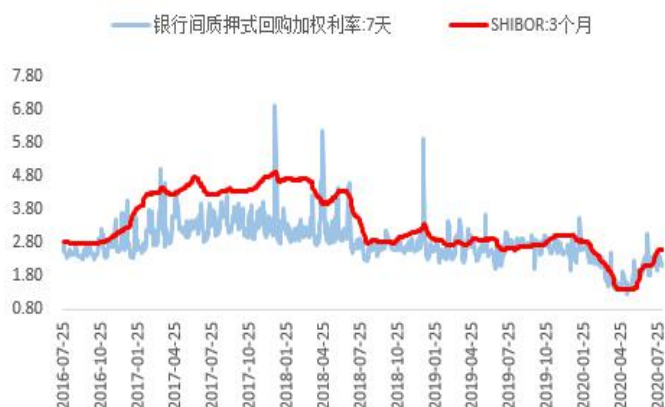
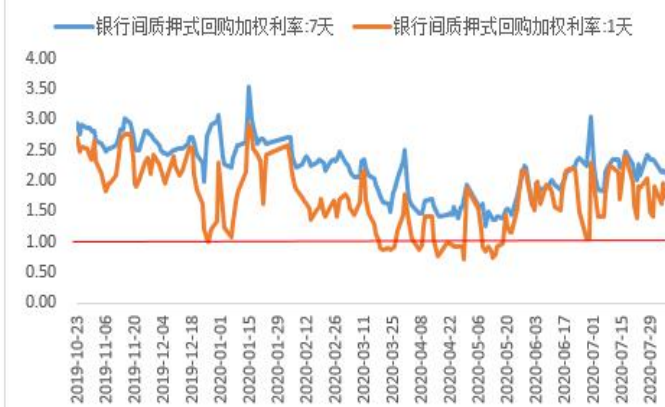


图 2: R007 和 R001 (%)



三、现券市场观察

上周利率债发行量总计 3578 亿，其中国债、地方债和政策银行债分别 1320 亿、1571 亿、687 亿。一级市场国债招标结果不及预期。二级市场国债收益率曲线整体上移，成交量略减。一年期国债和国开债收益率分别-2BP 和-1BP 至 2.22%和 2.66%，五年期国债和国开债收益率分别+13BP 和+0BP 至 2.83%和 3.29%，十年期国债和国开债收益率+2BP 和+3BP，收于 2.99%和 3.51%。国债 10Y-1Y 走扩 4BP 至 77P，10Y-5Y 走缩 11BP 至 16BP；国开 10Y-1Y 走扩 4BP 至 85BP，10Y-5Y 走扩 2BP 至 22BP。

图3：利率债周度发行量（亿元）

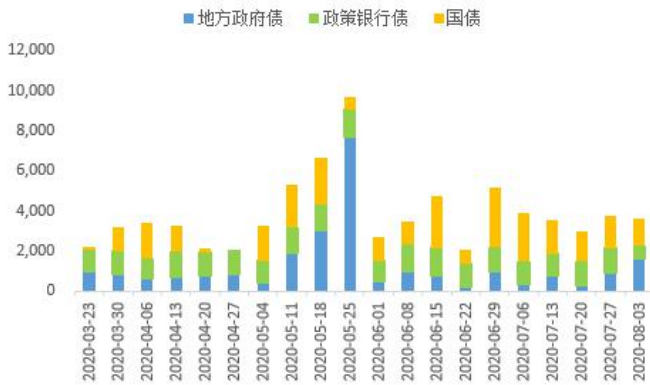


图4：现券成交金额（亿元）

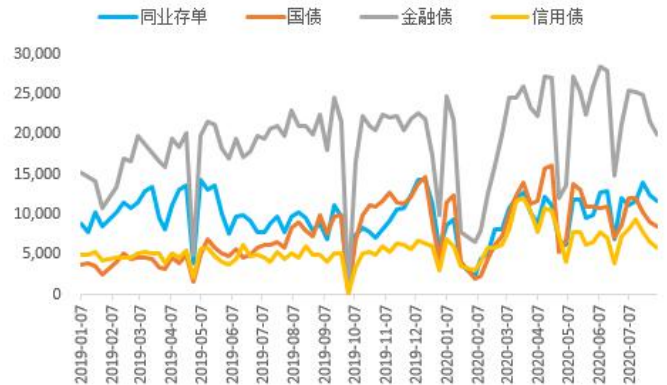


图5：十年国债收益率（%）



图6：国债期限利差（BP）



图7：中票短融收益率（%）

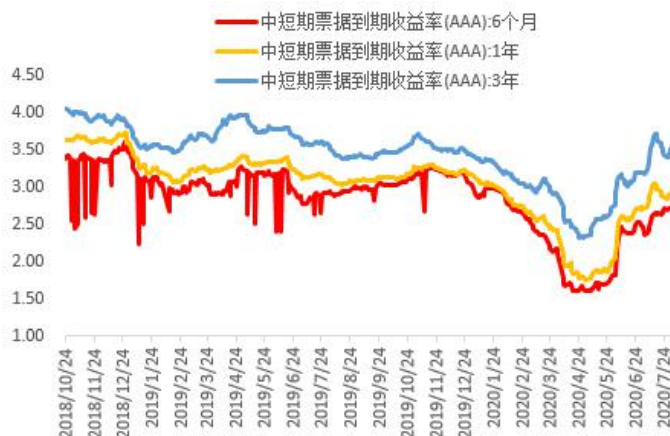
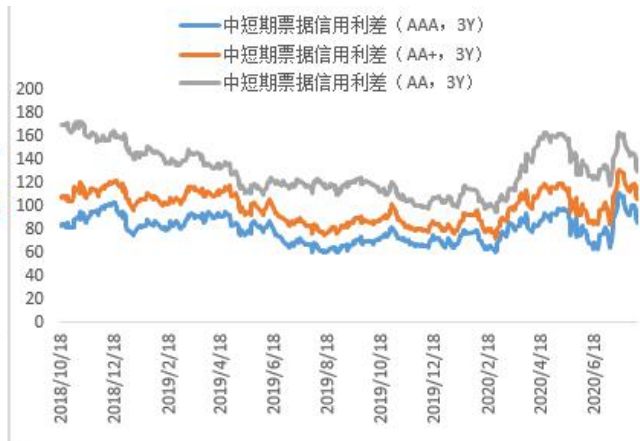


图8：信用利差（BP）



四、后市展望

上周市场消息面混乱，周内中美方相关消息以及黎巴嫩大爆炸等消息对盘面有所扰动，但上周央行对于经济和政策的表态非常明确。政策方面，无论是央行官员的表态，还是货币政策二季度执行报告中关于低利率的措辞，均释放明显鹰派信号。虽然8-9月利率债供给压力较大（月均1.5万亿发行量），后期可能会重启逆回购或降准予以对冲，但不可期待流动性大幅宽松。经济方面，货币政策二季报央行对于当前经济形势较为乐观，叠加财政

部副部长称“三四季度经济增长可达6%”，进一步影响市场预期。结合近期数据看，7月官方和财新制造业PMI双双回暖，生产和需求两端继续修复，下周将公布7月经济和金融数据，预计7月CPI和PPI同比继续回升，经济数据整体好于预期，金融数据季节性回落，基本面对于债市并不友好。从机构角度看，7月同业存单大幅上行，说明目前中小行的中长期负债仍存压力。在货币政策精准滴灌前提下，债市难有增量资金，市场交易更多是存量博弈。注意到近期特别国债交割券的基差明显弱于非特别国债交割券的基差走势，其根源在于作为CTD券的特别国债主要集中在大行手中，临近交割过程中可能存在特别国债多逼空的行为，导致市场反弹过程中期货相对特别国债表现较为强势，相对非特别国债交割券表现较弱。综上所述，在基本面、流动性、机构存量博弈情况下，短期内国债期货颓势难改。操作上，前期空单可以继续持有。

曲线形态上，上周国债期限利差小幅压缩。国债现券10年-2年、10年-5年期限利差分别为36BP（周-7BP）和16BP（周-10BP），期货三主力对应收益率2.72%（周+10BP）、2.90%（周+6BP）和3.14%（0BP），10-2、10-5利差分别为42BP（周-10BP）、24BP（周-6BP）。展望后市，货币政策更加灵活适度进行精准投放的情况下，资金面预计紧平衡，隔夜回购利率可能围绕2.2%中枢运行，短债收益率仍有上行空间。而长端面临供给冲击和基本面的压力，收益率上行幅度难以预测。期限利差走势不明，建议套利保持观望。

图9：T2009 活跃交割券基差（元）

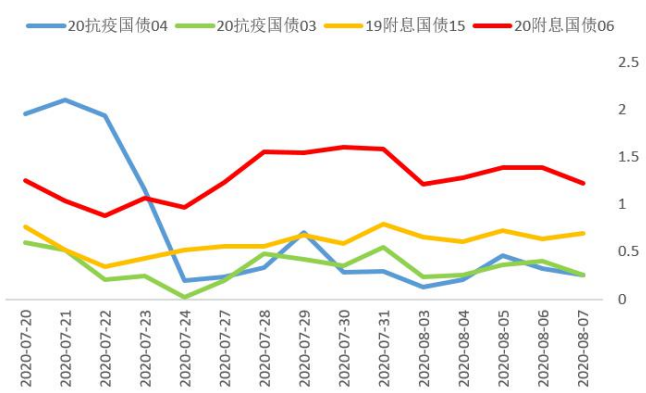


图10：TF2009 活跃交割券基差（元）

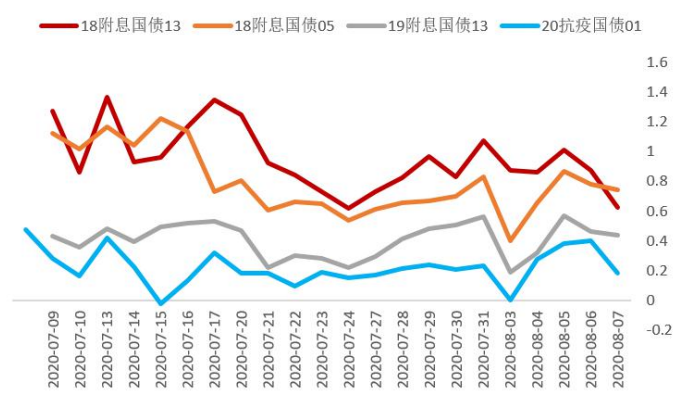


图11：国债期现货10年-2年利差（BP）

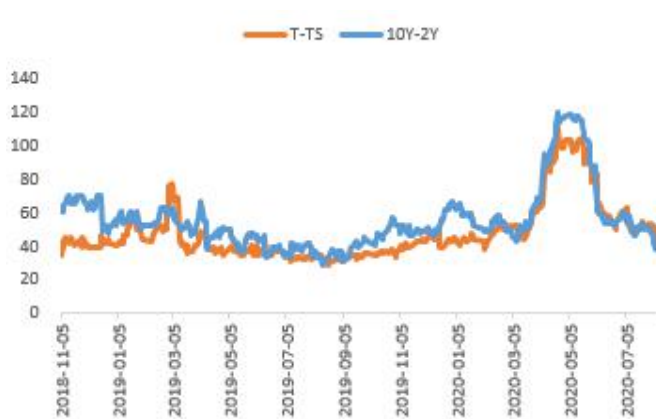
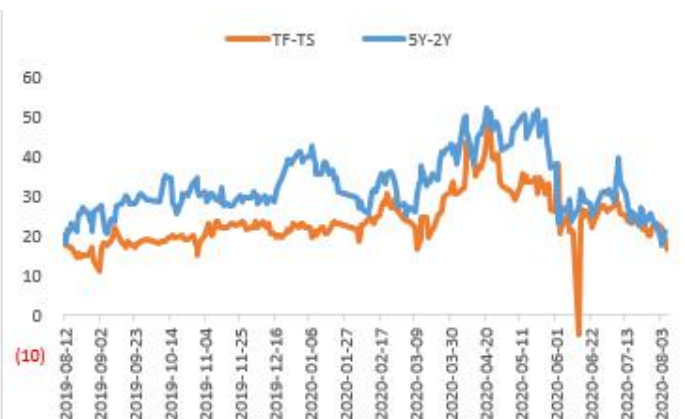


图12：国债期现货5年-2年利差（BP）



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