

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（周报）

淡定的中债 VS. 疯狂的美债 ——国债期货投资策略周报

20210307

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、行情回顾

上周市场再通胀交易降温，叠加资金面宽松，国债期货小幅反弹。周一周二受 PMI 数据低于预期和资金面宽松影响，国债期货小幅走高；周三周四，美债收益率上行扰动市场情绪，国债期货弱势调整；周五，政府工作报告发布，国债期货大涨。截止上周五 TS2106、TF2106 和 T2106 分别收于 100.085（周+0.06%）、99.355（周+0.20%）和 97.045（周+0.63%）。周内 TS2106 合约成交量增加 5467 手，持仓量增加 4087 手；周内 TF2106 合约成交量增加 3915 手，持仓量增加 5590 手；T2106 合约成交量增加 24982 手，持仓量增加 7090 手。

二、市场展望

从上周市场表现来看，在美债收益率大幅上行的情况下，国内商品和 A 股走势均受到明显冲击，唯独中债表现较为强势。我们认为近期中债强势的原因有二，一是当前中债估值相对偏低（十债收益率 3.2%-3.3% 接近疫情前 2019 年的高点），二是今年海外经济复苏对国内经济的拉动作用并不强劲，前期商品价格上涨的背后更多是投资者对于海外经济复苏过程中需求的预期，但目前更为确定的恢复并非海外需求而是海外供给（美欧日制造业 PMI 自去年四季度回升）。在此背景下，再通胀交易能否延续，或者原材料价格能否持续上涨取决于内外需求的实际变化。

政策方面，2021 年政府工作报告公布了经济增长目标和重点政策。全年 GDP 增长 6% 以上、3.2% 的财政赤字和 3.65 万亿的专项债规模与此前市场预期相差不多，今年利率债总供给约 7 万亿，较去年减少 1.2 万亿。货币政策方面，政府报告提到今年货币供应量和社会融资目标调回 2019 年“与名义经济增速基本匹配”。由此来看，今年货币和财政政策将温和退出。二三季度，政府债券大量发行过程中央行仍有可能加大公开市场投放基于流动性对冲，投资者不必担心短期流动性收紧风险。

海外方面，上周美联储主席鲍威尔讲话并未提及长债干预措施，但 10 年美债回购负利率显示美债抛压严重，周末美国参议院通过 1.9 万亿美元经济救助计划，美债进一步上行压力加大的同时联储干预的可能性在增加。在当前美债、商品、股市的波动趋向一致的情况下，美债失去对冲意义，那么哪类资产才是避风港？从对冲角度看，中债可能是不错的选择。

当前无论是从估值、流动性还是对冲角度来看，中债均占优，建议投资者逢低做多国债期货。套利方面，可继续做平曲线，多 T2106 或 TF2106，空 TS2106。截止上周五国债现券 10 年-2 年、10 年-5 年、5 年-2 年期限利差分别为 41BP（周-9BP）、16BP（周-2BP）、25BP（周-6BP）。期货三主力对应收益率 3.35%（-8BP）、3.14%（周-4BP）和 2.96%（周-3BP），T-TS、T-TF、TF-TS 利差分别为 29BP（周-5BP）、21BP（周-4BP）、18BP（周-1BP）。

三、现券数据追踪

图 1: Shiber3M (%) 和 R007 (%)



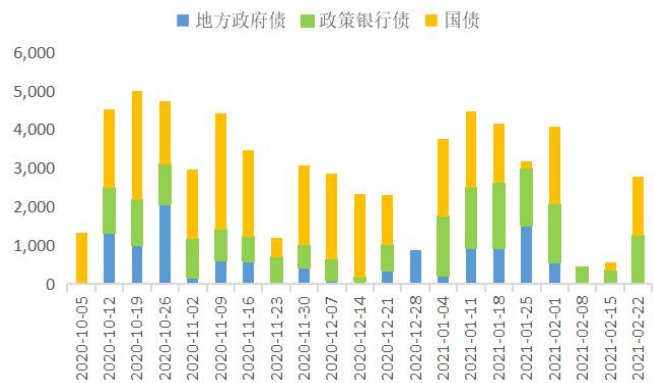
资料来源: wind, 一德期货

图 2: 同业存单发行利率 (%)



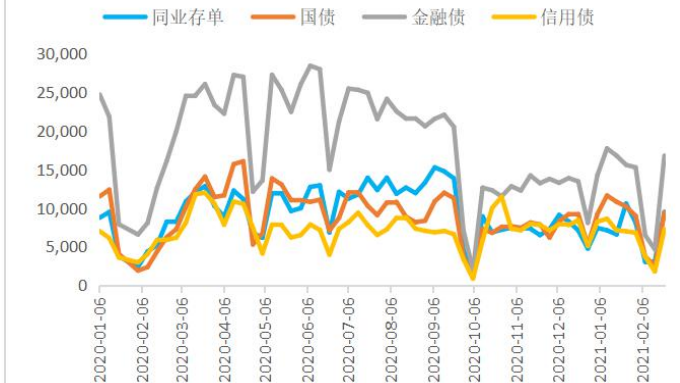
资料来源: wind, 一德期货

图 3: 利率债周度发行量 (亿元)



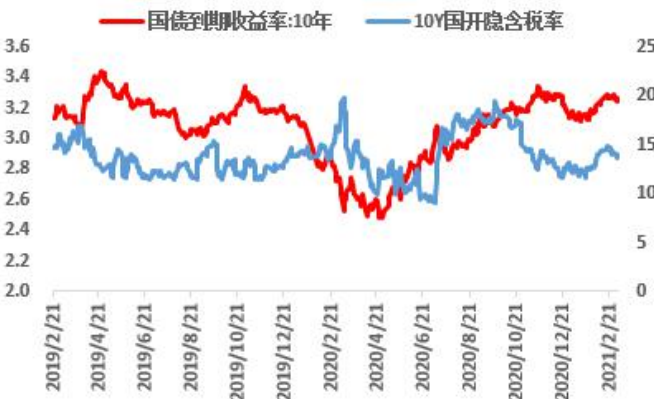
资料来源: wind, 一德期货

图 4: 现券成交金额 (亿元)



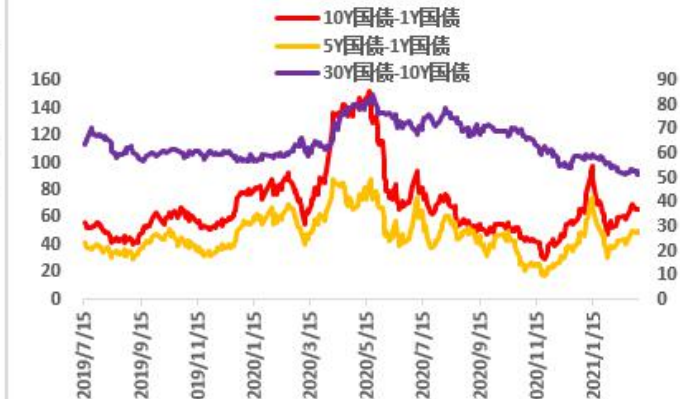
资料来源: wind, 一德期货

图 5: 十年国债收益率 (%)



资料来源: wind, 一德期货

图 6: 国债期限利差 (BP)



资料来源: wind, 一德期货

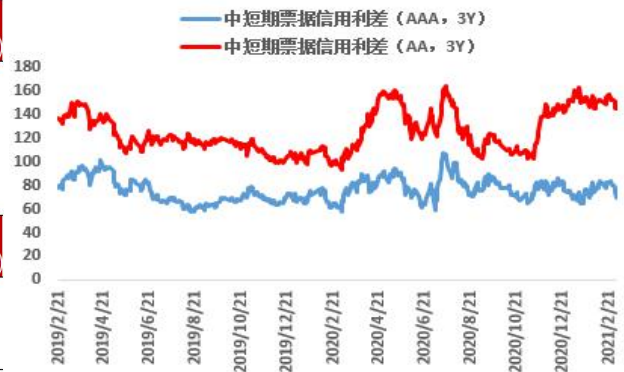
图 7：主要期限国债和信用债收益率（%）

期限	国债			国开债		
	收益率	周涨跌 (BP)	20日涨跌 (BP)	收益率	周涨跌 (BP)	20日涨跌 (BP)
1Y	2.6261	3.19	-7.66	2.7111	0.42	-9.06
3Y	2.9215	2.33	3.62	3.2396	2.87	5.58
5Y	3.0815	-1.84	6.73	3.4403	-0.96	8.3
7Y	3.2182	-4.45	2.83	3.5516	-0.9	5.85
10Y	3.2431	-4.2	6.17	3.6864	-6.36	9.85

期限	AAA中短期票据			AA中短期票据		
	收益率	周涨跌 (BP)	20日涨跌 (BP)	收益率	周涨跌 (BP)	20日涨跌 (BP)
1Y	3.1216	-11.47	6.08	3.7008	-9.26	-3.4
3Y	3.6461	-5.18	-0.36	4.3935	-2.15	1.16
5Y	3.8448	-1.02	2.84	4.6694	-3.24	-7.95

资料来源：wind，一德期货

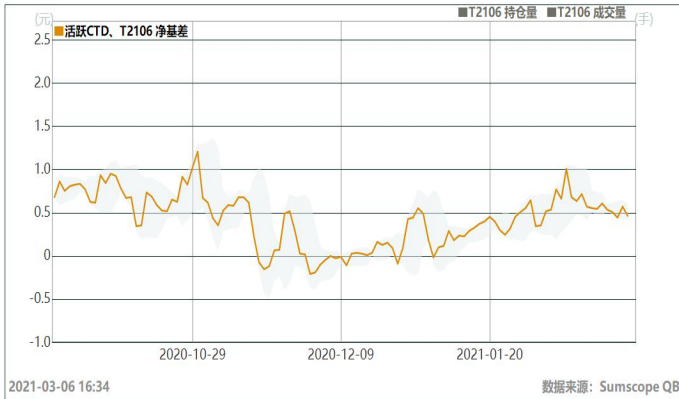
图 8：信用利差（BP）



资料来源：wind，一德期货

四、期货数据跟踪

图 9：十年期国债期货主力净基差（元）



资料来源：森浦咨询

图 10：五年期国债期货主力净基差（元）



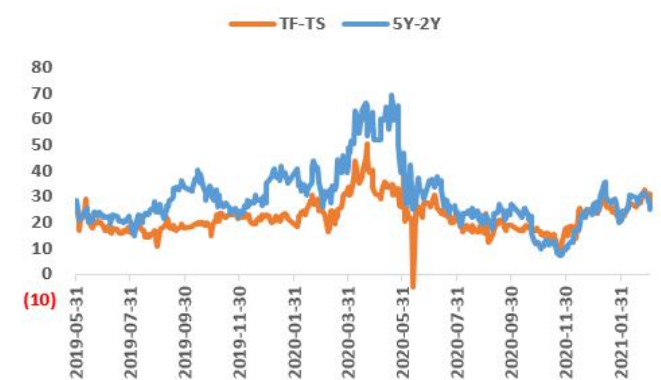
资料来源：森浦咨询

图 11：两年期国债期货主力净基差（元）



资料来源：森浦咨询

图 12：国债期货 10 年-5 年利差（BP）



资料来源：wind，一德期货

图 13: 国债期货 10 年-2 年利差 (BP)



资料来源: wind, 一德期货

图 14: 国债期货 10 年-5 年利差 (BP)



资料来源: wind, 一德期货

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