

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（周报）

财政政策发力是否意味利率拐点到来 ——国债期货投资策略周报

20200329

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

上周美元流动性缓解，海外市场情绪缓和，国债期货止跌企稳。周一，海外疫情继续发酵，市场避险情绪加重，美元流动性缓解，带动国内债市走强；周二周三美联储陆续推出无限量QE和2万亿刺激计划，美债企稳，叠加国内资金面宽松，期债继续上行；周四十年国开新券发行，招标结果较好，同时降息预期升温，午后十年国开现券收益率走低；周五消息面平静，市场情绪谨慎，国债期货高开低走。截止上周五TS2006、TF2006和T2006分别收于101.515（周+0.33%）、102.185（周+0.52%）和101.550（周+0.72%）。周内TS2006合约成交量减少4198手，持仓量减少1500手；周内TF2006合约成交量增加5151手，持仓量增加1205手；T2006合约成交量减少57091手，持仓量增加5309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	101.515	0.33%	50173	-4198	14045	-1500
TS01.CFE	101.280	0.30%	2291	-4	2857	287
TS02.CFE	101.060	0.31%	283	-2	140	9
TF00.CFE	102.185	0.52%	77393	5151	28915	1205
TF01.CFE	101.815	0.54%	976	-732	1328	228
TF02.CFE	101.545	0.68%	125	-60	126	58
T00.CFE	101.550	0.72%	303307	-57091	89626	5309
T01.CFE	101.155	0.72%	6405	-1641	4812	34
T02.CFE	100.715	0.69%	474	66	222	93

二、流动性观察

受跨季因素影响，上周资金面先松后紧。截止周五收盘R001加权平均利率收于1.17%（+32BP），R007加权平均利率收于2.03%（+37BP），DR001加权平均利率收于1.10%（+32BP），DR007加权平均利率收于1.68%（+11BP）。

图 1：Shibor3M (%) 和 R007 (%)

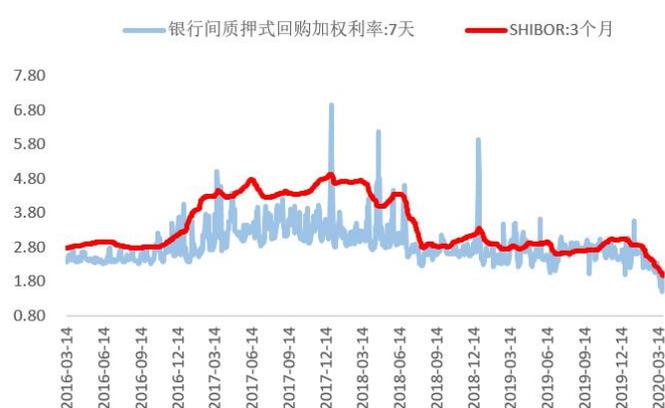
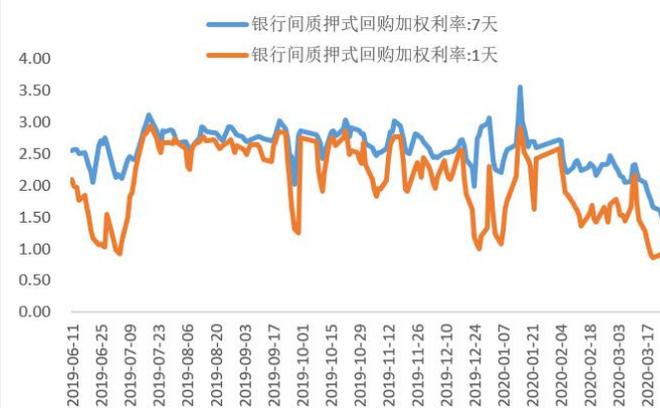


图 2：R007 和 R001 (%)



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2089亿，其中国债、地方债和政策银行债分别150亿、986亿、953亿。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，国债短端表现好于中长端，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-13BP 和-14BP 至 1.74%和 1.89%，五年期国债和国开周内-12BP 和-14BP 至 2.40%和 2.69%，十年期国债和国开债收益率-7BP 和-6BP，收于 2.61%和 2.99%。国债 10Y-1Y 走扩 6BP 至 87P，10Y-5Y 走扩 5BP 至 21BP；国开 10Y-1Y 走扩 8BP 至 110BP，10Y-5Y 走扩 8BP 至 30BP。

图 3：利率债发行量（亿元）

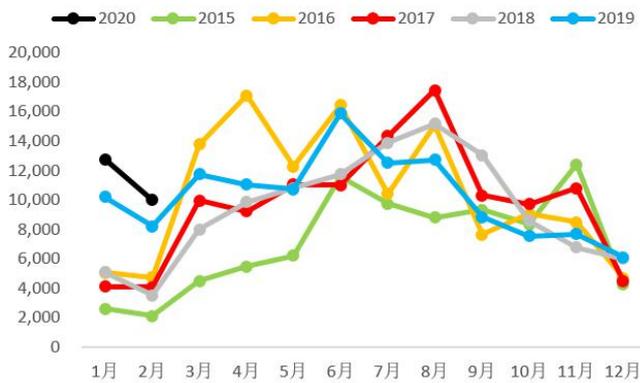


图 4：现券成交金额（亿元）

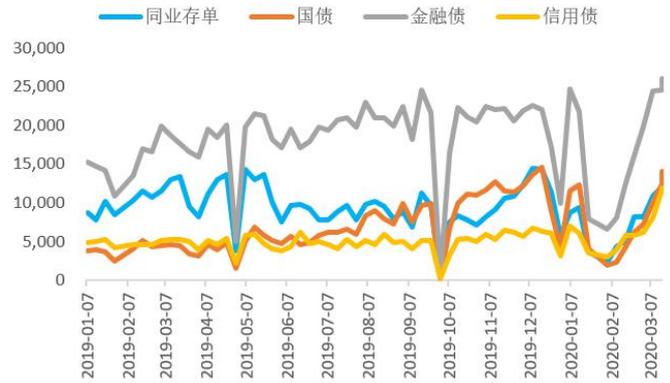


图 5：十年国债收益率（%）



图 6：国债期限利差（BP）



图 7：中票短融收益率（%）

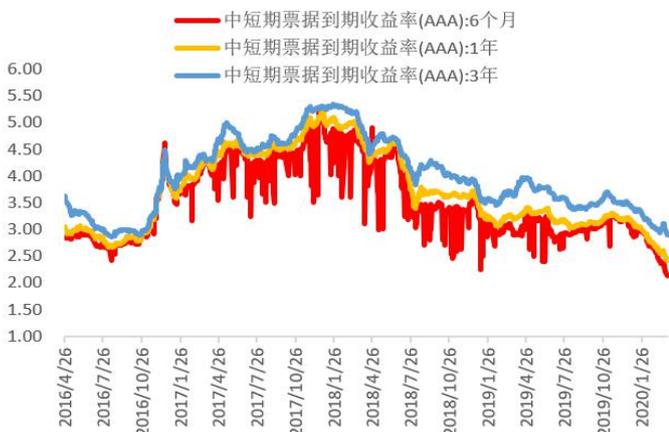
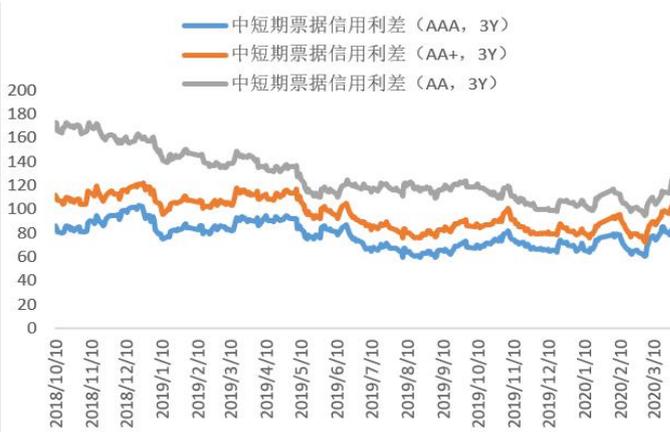


图 8：信用利差（BP）



四、后市展望

上周美联储开启无限量 QE，美国两会通过 2 万亿美元刺激计划，G20 重磅推出 5 万亿美元经济刺激计划，市场信心有所提振。美元流动性缓解，美元高位回落，标普 500 指数上涨 10.26%，美债黄金止跌企稳。但海外疫情发展势头迅猛，特别是美欧疫情进入爆发阶段，使得国内市场对外部冲击越发担忧。全球产业链供应停摆制约了国内企业复工复产进度，订单的收缩加剧了内需增长压力。

从 3 月 27 日中共中央政治局会议释放的“确保实现全面建成小康社会、决战脱贫攻坚目标任务”信号看，国内政策重心转向有效扩大内需。在出口订单急剧收缩和聚集性消费活动短期仍受制约情况下，投资被寄予厚望。会议明确提出财政政策的三项工具——适当提高财政赤字率、发行特别国债、增加地方政府专项债券规模，由于特别国债和专项债不计入财政赤字，二者的发行规模可有很大弹性。按照 3.5% 财政赤字、1 万亿的特别国债发行量和 3.5 万亿专项债发行规模计算，年内利率债总供给将达到 10 万亿。

面对财政政策显著的加码信号，国债将不可避免面临供给冲击，但这并不意味着利率拐点的出现。参考 2008 年经验，“四万亿”刺激计划于 2008 年 11 月公布，信贷自当年 12 月出现扩张，但数据于下个月公布，十年国债和国开拐点于 2009 年 1 月出现。因此，尽管当前我们看到逆周期调节政策已经开始加码投资，但政策传导和确认需要时间，短期债市调整幅度有限。而当前不同于历史任何时期的一个方面是，在海外多国零利率和负利率时代，中债对于外资仍具有很强的吸引力，中期看，债券收益率仍有下行空间。

曲线形态上，当前国内资金利率已经处于历史低位，上周对于存款基准利率调降的预期已经开始 price in，中短端利率下行带动期限利差走扩。国债现券 10 年-2 年、10 年-5 年期限利差分别为 62BP（周+11BP）和 21BP（周+5BP），期货三主力对应收益率 2.22%（周-17BP）、2.53%（周-11BP）和 2.82%（-8BP），10-2、10-5 利差分别为 60BP（周+8BP）、29BP（周+3BP）。短期内，政治局会议释放的积极财政政策信号可能会对长端收益率形成一定上行压力，资金面宽松预期下短债收益率维持低位震荡，期限利差尽管处于高位但仍有进一步走扩可能。

表 2：2020 年利率债总供给测算（亿元）

	2018年	2019年	2020年E
财政赤字率	2.60%	2.8%	3.5%
中央财政赤字	15500	18300	25000
地方财政赤字	8300	9300	12500
特别国债发行	-	-	10000
国债到期量	22200	24094	23644
地方债到期量	8400	13151	20757
政策性银行债到期	24746	24384	25506
国债发行规模	37700	42394	58644
一般地方债发行	33046	33684	38006
地方专项债发行	13500	21500	35000
政策性银行债发行	34649	37745	38260
利率债总供给	63549	73694	100003

图 9：中债十年国债收益率（%）



图 10：银行间质押式回购利率（%）

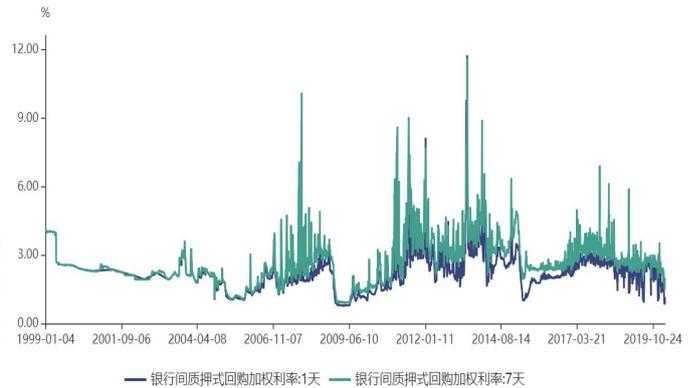


图 11：五年期国债期货主力 IRR（%）



图 12：十年期国债期货主力 IRR（%）

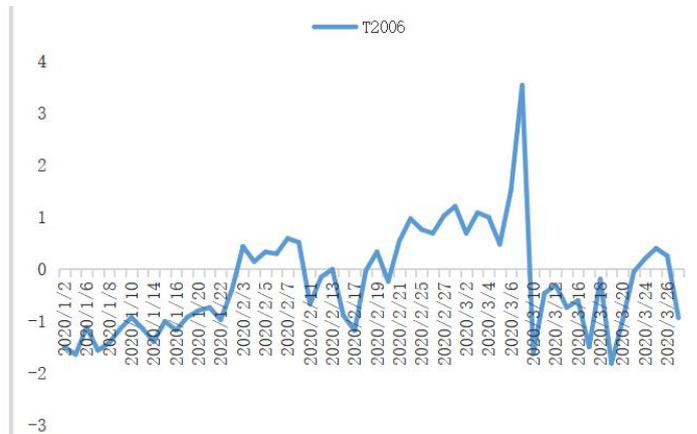
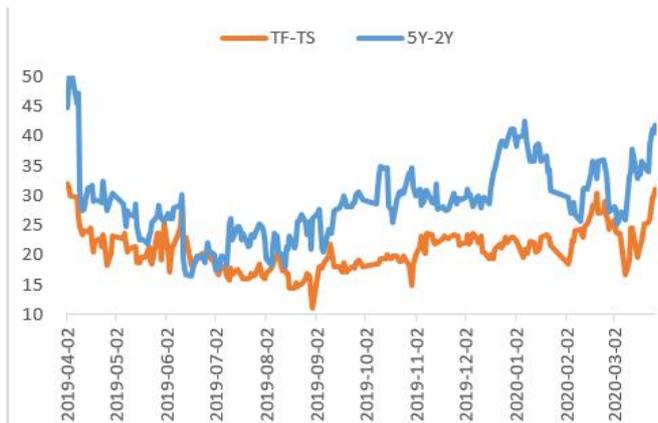


图 13：国债期现货 10 年-2 年利差（BP）



图 14：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