

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（周报）

国债期货是否超调了？

——国债期货投资策略周报

20200607

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

上周国债期货连续调整。截止上周五 TS2009、TF2009 和 T2009 分别收于 101.015（周-0.46%）、101.380（周-1.07%）和 99.845（周-1.13%）。周内 TS2009 合约成交量增加 18731 手，持仓量增加 3000 手；周内 TF2009 合约成交量增加 17104 手，持仓量增加 9001 手；T2009 合约成交量增加 5317 手，持仓量增加 7315 手。

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	101.365	-0.55%	292	-6207	344	-4009
TS01.CFE	101.015	-0.46%	57604	18731	12853	3000
TS02.CFE	100.780	-0.46%	1743	-146	2618	325
TF00.CFE	102.100	-1.28%	642	-15999	1575	-9268
TF01.CFE	101.380	-1.07%	206633	17104	45832	9001
TF02.CFE	100.815	-1.21%	3444	1364	1437	271
T00.CFE	100.720	-0.90%	509	-33232	1129	-22863
T01.CFE	99.845	-1.13%	387287	5317	75978	7315
T02.CFE	99.335	-1.11%	8727	4476	2578	457

二、流动性观察

上周公开市场到期 6700 亿逆回购和 5000 亿 MLF，央行投放 2200 亿逆回购，当周净回笼 1.05 万亿流动性，资金面先紧后松。截止周五收盘 R001 加权平均利率收于 1.61%(-51BP)，R007 加权平均利率收于 1.86%(-36BP)，DR001 加权平均利率收于 1.57%(-51BP)，DR007 加权平均利率收于 1.94%(-21BP)。下周四、五分别有 700 亿、1500 亿逆回购到期，同时考虑 15 日进入本月缴税期，继续观察公开市场操作和资金面变化。

图 1: Shibor3M (%) 和 R007 (%)

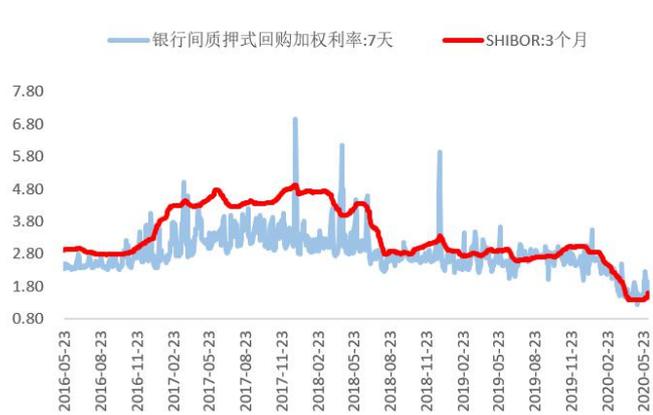
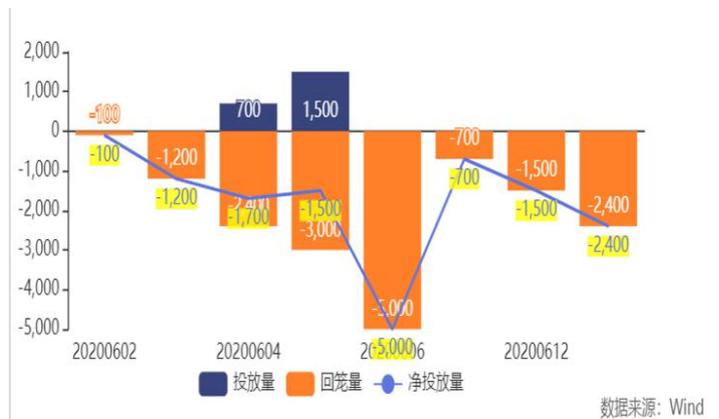


图 2: 货币投放与回笼 (亿元)



三、现券市场观察

上周利率债发行量缩量 2712 亿，其中国债、地方债和政策银行债分别 1200 亿、464 亿、1048 亿。利率债一级市场招标结果尚可，二级市场收益率大幅上行，成交量有所回升。一年期国债和国开债收益率分别+48BP 和 +44BP 至 2.08%和 2.22%，五年期国债和国开收益率分别+30BP 和+33BP 至 2.53%和 2.94%，十年期国债和国开债收益率+14BP 和+18BP，收于 2.85%和 3.17%。国债 10Y-1Y 走缩 34BP 至 77P，10Y-5Y 走缩 16BP 至 32BP；国开 10Y-1Y 走缩 26P 至 95BP，10Y-5Y 走缩 15BP 至 22BP。

债券收益率变化

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	2.0801	47.91	86.67	2.2214	43.64	89.39
3Y	2.3856	49.18	83.37	2.7198	48.38	83.04
5Y	2.5258	30.17	58.96	2.9443	32.93	59.36
7Y	2.9	26.29	41.12	3.3479	29.04	58.21
10Y	2.8475	14.22	22.68	3.1668	17.51	22.1

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	2.5337	51.54	68.97	3.0337	50.54	61.97
3Y	3.1335	39.86	64.13	3.6535	31.86	50.13
5Y	3.6059	33.57	57.35	4.2959	26.57	47.35

图 3：利率债周度发行量（亿元）

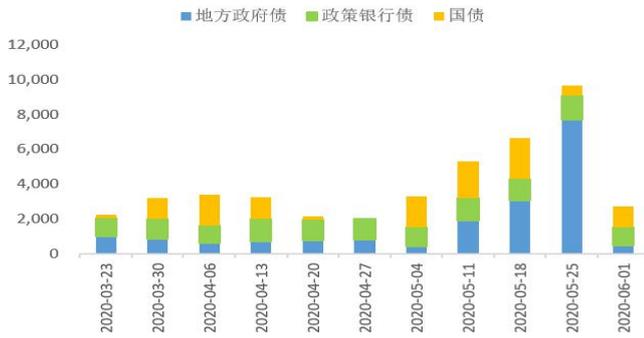


图 5：十年国债收益率（%）



图 7：中票短融收益率（%）

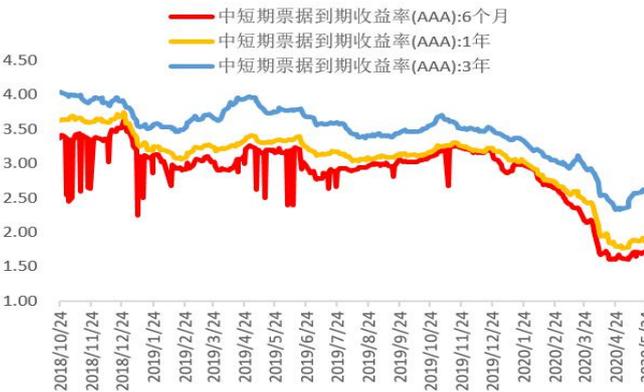


图 4：现券成交金额（亿元）

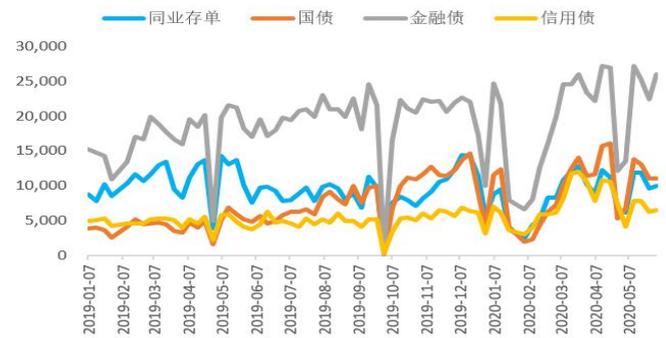
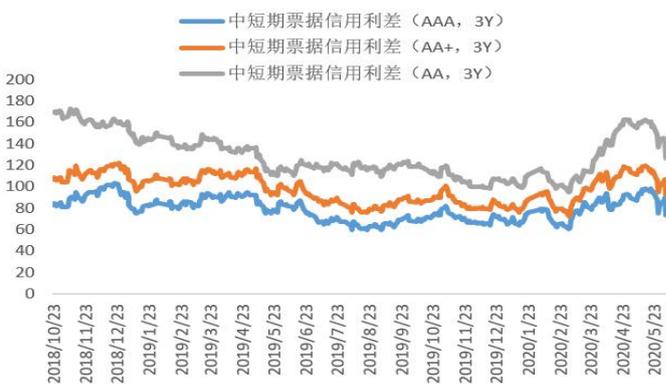


图 6：国债期限利差（BP）



图 8：信用利差（BP）



四、后市展望

本周债市连续调整，基本面并未出现较大变化，主要原因在于市场预期和资金面有所变化。一方面，周一晚间央行联合四部委发布信贷支持通知（宣布自6月1日起将使用4000亿元再贷款专用额度购买属于地方法人银行新发放的普惠小微信用贷款的40%），向市场传达明确的宽信用信号，利空债市，但实际政策效果有待观察（由于坏账风险仍归属商行，实际信用刺激力度恐有限）。另一方面，本周公开市场到期量较大（逆回购到期6700亿和MLF到期5000亿），资金面在周三前偏紧，对市场情绪形成打压。盘面看，周初快速调整过程中，止损盘不断涌出加剧波动，中短期国债表现不及长债，期限利差快速压缩。

后续重点关注两方面：一是资金面变化，6月6日和12日分别有5000亿和1500亿MLF到期，15日进入缴税期，资金面收紧压力较大，央行是否公开市场操作对冲是市场关注点；二是经济预期的变化，5月开始长债已经对基本面转暖进行定价，收益率若要继续反弹需要新的利空因素出现，而后市外需下滑风险加大以及国内经济环比改善在6月接近触顶的可能，将带动期货快速反弹，昨日午盘部分周期品价格出现回落可能是一个信号，继续追踪海外疫情发展和商品价格走势。

估值角度看，目前十年国债活跃现券收益率反弹至2.86%，如果考虑疫情以来7天逆回购利率累计已下调30BP，疫情前十债现券3%，那么当前位置配置价值已经显现，认为短期收益率上行超过2.9%可能不大。短期内资金利率尚存压力，基本面变化不明显，市场暂无驱动，期货估值处于偏低水平，而情绪面仍较为悲观，单边观望。

套利方面，上周国债期限利差压缩。国债现券10年-2年、10年-5年期限利差分别为59BP（周-26BP）和32BP（周-16BP），期货三主力对应收益率2.47%（周+24BP）、2.70%（周+23BP）和3.02%（+13BP），10-2、10-5利差分别为55BP（周-11BP）、32BP（周-10BP）。目前基本面和资金面不确定性较强，建议套利保持观望。

图9：T2009 活跃交割券 IRR (%)

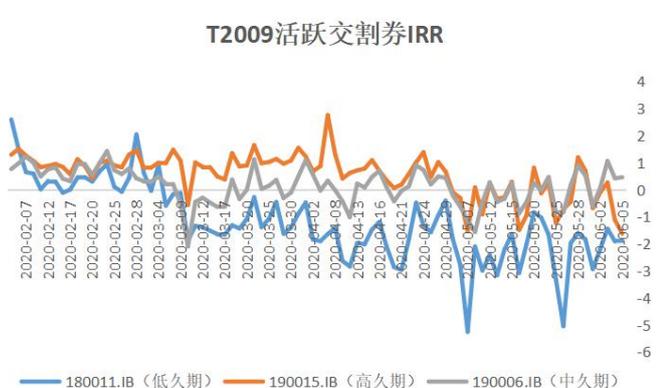


图10：TF2009 活跃交割券 IRR (%)

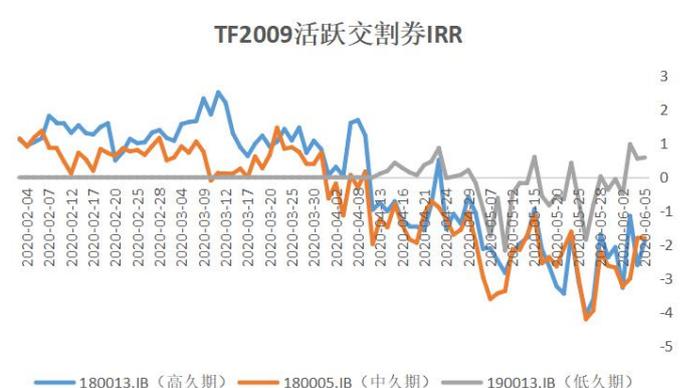


图 11: 国债期货现货 10 年-2 年利差 (BP)



图 12: 国债期货现货 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