

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（周报）

债市供求矛盾愈加凸显 ——国债期货投资策略周报

20200913

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

上周国债期货先扬后抑。截止上周五 TS2012、TF2012 和 T2012 分别收于 101.270（周+0.20%）、99.735（周+0.32%）和 97.860（周+0.15%）。周内 TS2012 合约成交量增加 1.28 万手，持仓量增加 2213 手；周内 TF2012 合约成交量增加 3.32 万手，持仓量增加 5679 手；T2012 合约成交量增加 3.38 万手，持仓量减少 1183 手。

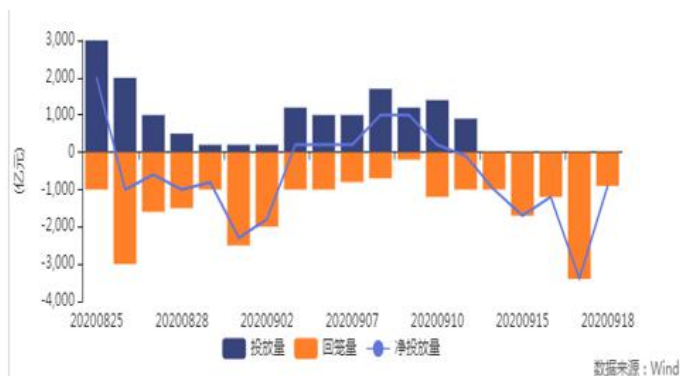
二、流动性观察

上周公开市场到期 3900 亿元逆回购，央行投放 5200 亿元逆回购，当周净投放 2300 亿元流动性，资金面整体宽松。截止周五收盘 R001 加权平均利率收于 1.51%（周-56BP），R007 加权平均利率收于 2.19%（周-15BP），DR001 加权平均利率收于 1.46%（周-58BP），DR007 加权平均利率收于 2.09%（周-12BP）。下周公开市场到期量总计 8200 亿元，其中下周四公开市场到期量较大为 3400 亿元，分别为 1400 亿和 2000 亿 MLF 到期，考虑近期同业存单利率持续上行，观察央行能否超额续作 MLF 投放中长期流动性。

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 5224 亿，环比增加 134 亿，其中国债、地方债和政策银行债分别 2454 亿、1632 亿、1137 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+1BP 和-4BP 至 2.60%和 2.81%，五年期国债和国开收益率分别-6BP 和-6BP 至 3.04%和 3.49%，十年期国债和国开债收益率分别+1BP 和-1BP 至 3.13%和 3.68%。国债 10Y-1Y 走扩 0BP 至 54P，10Y-5Y 走扩 7BP 至 10BP；国开 10Y-1Y 走扩 3BP 至 87BP，10Y-5Y 走扩 5BP 至 19BP。

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	2.5964	0.79	32.2	2.8101	-3.85	15.43
3Y	2.9092	-7.79	23.46	3.3113	-2.33	24.1
5Y	3.0371	-6.37	21.62	3.489	-5.96	21.77
7Y	3.1886	-1.96	19.43	3.579	5.34	16.72
10Y	3.1346	1.18	19.77	3.6811	-0.98	23.29

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	3.2512	7.8	34.29	3.5012	4.8	27.29
3Y	3.7154	-2.92	19.37	4.0554	2.08	13.37
5Y	3.969	-1.33	11.18	4.619	-0.33	12.18

图 3: 利率债周度发行量 (亿元)

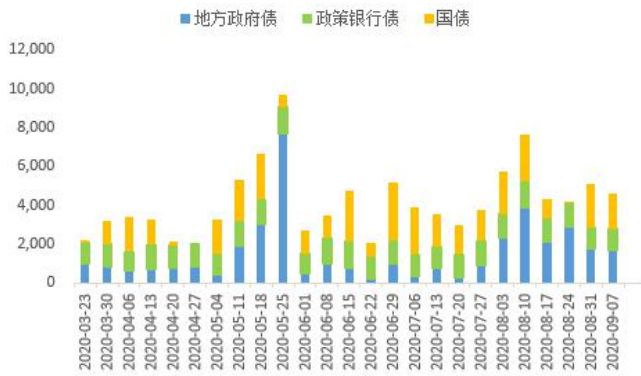


图 5: 十年国债收益率 (%)



图 7: 中票短融收益率 (%)

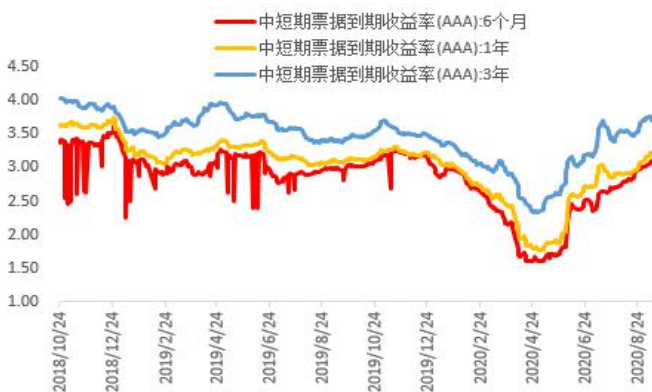


图 4: 现券成交金额 (亿元)

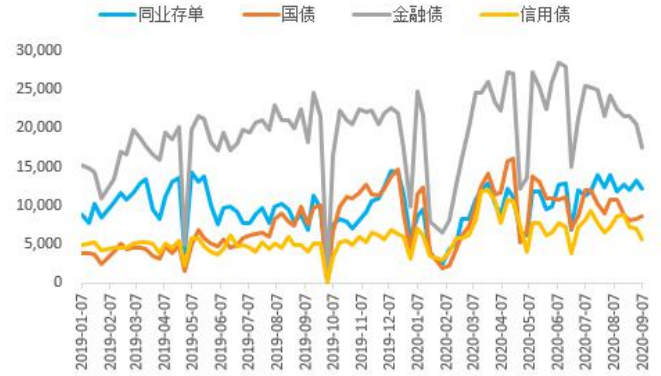
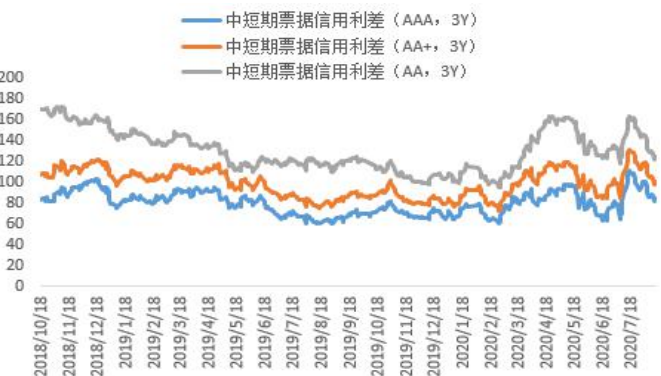


图 6: 国债期限利差 (BP)



图 8: 信用利差 (BP)



四、后市展望

本周前四个交易日债市接连反弹，主要驱动在于央行加大公开市场投放令资金面宽松，同时股市下跌市场风险偏好回落。不过周五盘面发生了变化，一方面央行净回笼 100 亿流动性，股市出现反弹，另一方面 8 月超预期的金融数据给债市致命一击。从 8 月信贷社融数据来看，无论企业和居民贷款均延续改善，特别是企业新增短期、长期贷款同比、环比均反弹，说明当前实体需求并不差。在近期报告中我们提到（详见报告《大行负债压力凸显，机构行为进一步分化》），前期监管压降结构性存款导致商业银行负债压力增大（同业存单发行利率在近两个月上行较快可以说明压力有增无减），8 月债券托管数据显示除去地方债和国债来看大行对债券的配置力度并不强。在实体融资需求不断恢复，监管趋势从严，货币政策难现边际放松情况下，后期商业银行资产投向可能会进一步调整，通过压缩配债规模加大信贷投放。中长期看，债券走势并不乐观。操作上，维持偏空思路。

套利方面，上周国债收益率曲线在短端牵引下小幅走陡，国债现券 10 年-2 年、10 年-5 年期限利差分别为 32BP（周+9BP）和 10BP（周+7BP）。期货三主力对应收益率 2.94%（周-2BP）、3.14%（周-1BP）和 3.30%（+3BP），10-2、10-5 利差分别为 36BP（周+5BP）、16BP（周+2BP）。目前基本面向好趋势不变，中长端收益率有反弹动力。考虑当前银行负债压力，关注下周 MLF 到期能否超额续作，如果续作 MLF 短期资金面将出现改善，届时可以考虑介入 T-TS 做陡策略。

图 9：社会融资规模当月值（亿元）

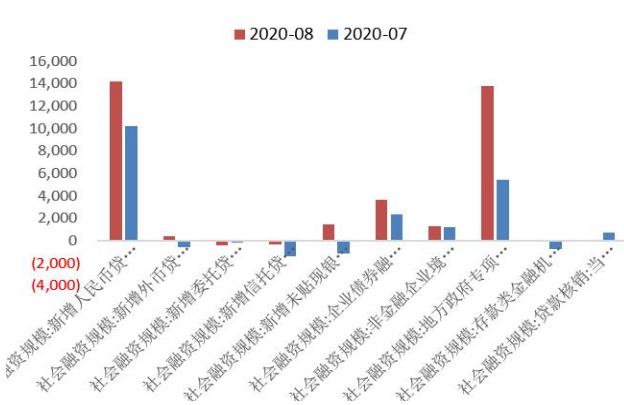


图 11：国债期现货 10 年-2 年利差（BP）

图 10：金融机构新增人民币信贷（亿元）

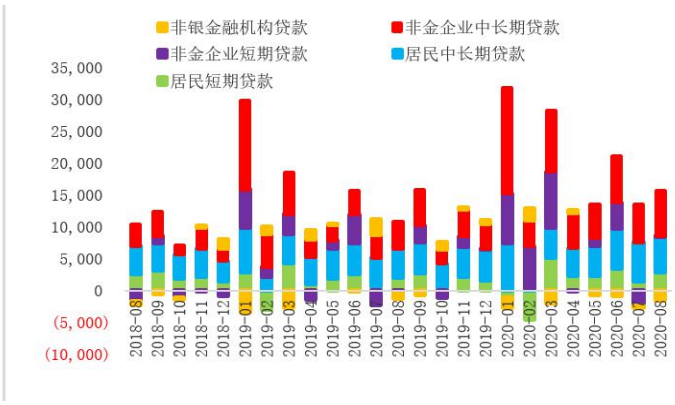


图 12：国债期现货 5 年-2 年利差（BP）



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