

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（周报）

国债期货投资策略周报

20201228

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

上周国债期货强势反弹。截止上周五 TS2103、TF2103 和 T2103 分别收于 101.400（周+0.13%）、99.83（周+0.29%）和 97.855（周+0.60%）。周内 TS2103 合约成交量减少 1.05 万手，持仓量增加 624 手；周内 TF2103 合约成交量减少 2.20 万手，持仓量增加 2656 手；T2103 合约成交量减少 3.23 万手，持仓量增加 8167 手。

二、流动性观察

上周公开市场到期 600 亿元逆回购，央行投放 4300 亿元逆回购，当周净投放 3700 亿元流动性，资金面非常宽松。截止周五收盘 R001 加权平均利率收于 0.86%（周-56BP），R007 加权平均利率收于 2.47%（周-15BP），DR001 加权平均利率收于 0.76%（周-58BP），DR007 加权平均利率收于 2.16%（周-12BP）。参考历史经验，央行 12 月第三周第四周往往会加大流动性投放，助力资金面平稳跨年，今年流动性投放节奏符合历史规律，但从绝对量上看今年头饭强度高于去年的。流动性宽松情况下，同业存单利率表现分化，3M 存单利率小幅下行，而 6M 及以上期限存单小幅上行，说明市场对短期流动性较为乐观，但对中长期流动性仍持谨慎态度。目前 1 年期同业存单利率 3% 接近政策利率（MLF），央行进一步续作 MLF 可行性不大，1 年期存单利率下行空间可能较为有限。

图 1: Shibor3M (%) 和 R007 (%)



图 2: 同业存单发行利率 (%)



三、现券市场观察

上周利率债发行量 1818 亿，环比减少 520 亿，其中国债、地方债和政策银行债分别 1305 亿、358 亿、154 亿。利率债一级市场招标显示需求旺盛，二级市场收益率大幅下行，成交量有所回升。一年期国债和国开债收益率分别-12BP 和-11BP 至 2.61%和 2.72%，五年期国债和国开收益率分别-11BP 和-8BP 至 3.00%和 3.32%，十年期国债和国开债收益率分别-10BP 和-8BP 至 3.19%和 3.59%。国债 10Y-1Y 走扩 2BP 至 58P，10Y-5Y 走扩 1BP 至 19BP；国开 10Y-1Y 走扩 3BP 至 87BP，10Y-5Y 走扩 0BP 至 27BP。

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	2.6096	-11.71	-30.08	2.7236	-11.05	-34.57
3Y	2.8856	-7.86	-19.81	3.0793	-6.73	-23.64
5Y	3.003	-10.7	-14.92	3.3191	-8.06	-13.83
7Y	3.195	-8.54	-12.39	3.4486	-4.84	-10.05
10Y	3.1878	-10.24	-11.22	3.5908	-8.23	-15.45

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	3.1915	-9.89	-34.68	3.9006	-3.91	-16.73
3Y	3.5874	-15.54	-25.27	4.3464	-6.55	-11.3
5Y	3.8315	-10.63	-22.24	4.6514	-2.63	-8.25

图 3：利率债周度发行量（亿元）

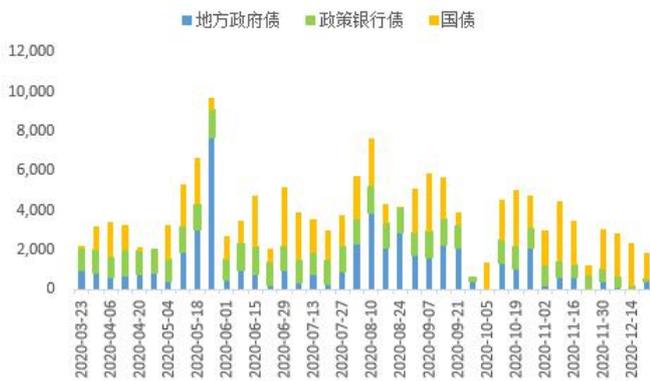


图 4：现券成交金额（亿元）

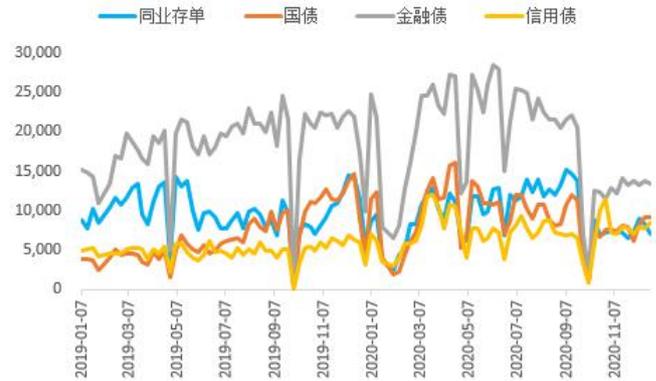


图 5：十年国债收益率（%）

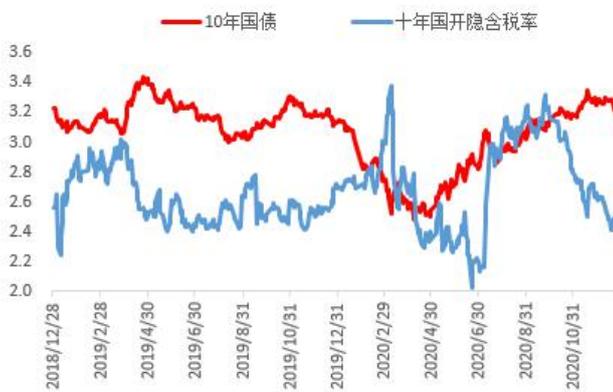


图 6：国债期限利差（BP）



图 7：中票短融收益率（%）

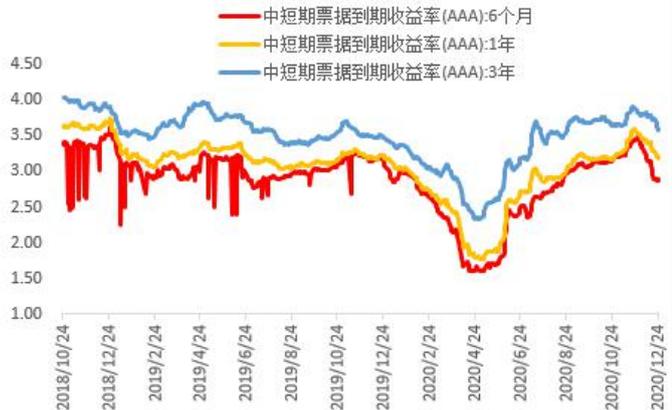
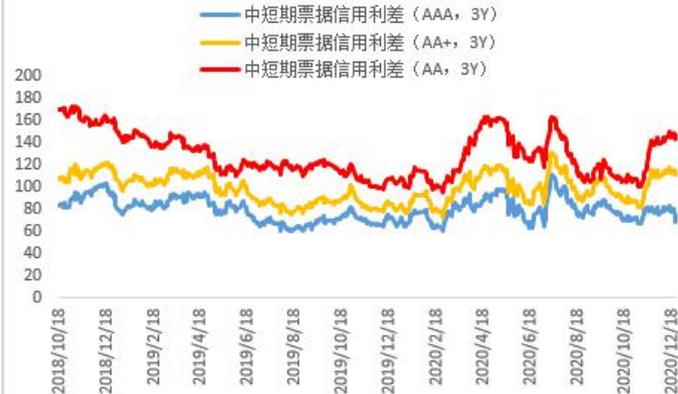


图 8：信用利差（BP）



四、后市展望

上周在流动性宽松和新冠病毒变异引发的避险情绪推动下，期债表现强势，债券收益率快速下行，收益率曲线进一步陡峭化。盘面上，上周三开始 DR001 利率跌破 1%，一度引发部分投资者担忧后期资金面边际利好效用减弱而呈现观望态度，但周后期继续投放跨年资金，隔夜资金维持 1%以下令市场情绪升温。自 11 月中下旬以来，央行不断加大公开市场投放，从 MLF 超额续作到中央经济工作会议强调政策“不急转弯”，再到上周央行重启 14 天逆回购操作，央行对流动性的呵护意图非常明显，预计资金面可以平稳跨年。消息面，近期海外疫情有所反复并出现变异的情况，国内局部地区也出现零星病例，市场可能再次对疫情引发的风险偏好回落进行反应。不过考虑经济基本面延续修复，长端利率下行空间仍将受到制约。当前十年国债收益率较 11 月末高点已经回落 11BP，估值再次回到中性位置，考虑明年初地方债发行额度可能提前下达，以及疫苗研发进展引发风偏摇摆可能，市场不确定性仍存，前期多单继续持有，新单暂时观望。

套利方面，前期资金成本较高导致持有收益压缩，带动基差和跨期价差同步回落，而上周以来资金成本明显走低，央行流动性呵护下资金面大概率平稳跨年，叠加避险情绪，短期现券有望维持强势，基差和跨期价差可能再度走扩。曲线方面，近期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 42BP（周+2BP）和 18BP（周 0BP）。期货三主力对应收益率 2.79%（周-12BP）、3.04%（周-11BP）和 3.25%（-10BP），10-2、10-5 利差分别为 36BP（周+1BP）、21BP（周+1BP）。目前来看前期做陡逻辑并没有发生改变，期限利差有望进一步走扩，前期做陡策略继续持有。

图 9：十年期国债期货主力基差（元）



图 11：十年国债期货跨期价差（元）

图 10：五年期国债期货主力基差（元）

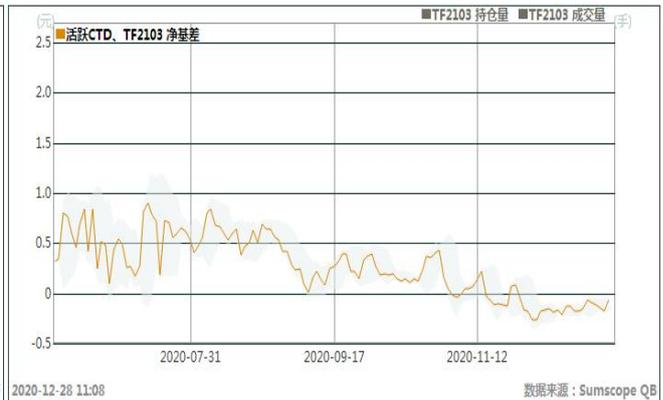


图 12：五年国债期货跨期价差（元）

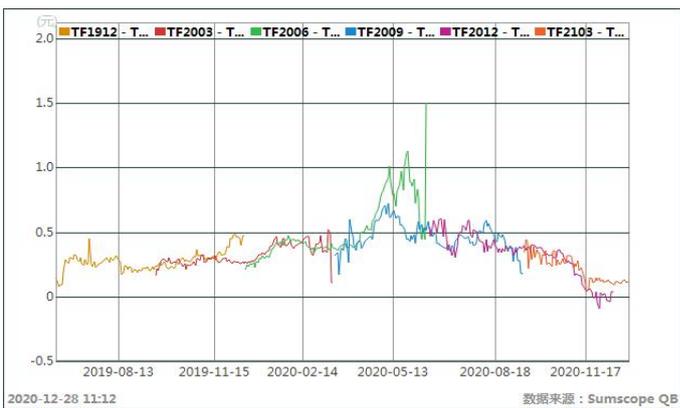
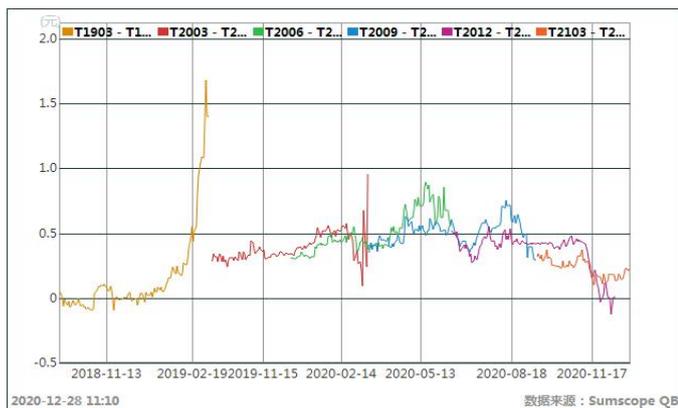


图 13: 国债期货现货 10 年-2 年利差 (BP)

图 14: 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