



# 中长期融资趋势回落， 长债配置性价比高 ——国债期货投资策略周报

一德研究院金融衍生品研发中心

金融衍生品分析师 刘晓艺

投资咨询号：Z0012930



研究院

## 核心观点摘要

- 期货市场，上周国债期货小幅上涨，周初消息面平静加上通胀数据符合预期期债上冲动能减弱，周中贸易摩擦再起，市场避险情绪升温，周五不及预期进出口数据和不及同期的社融数据公布，国债期货强势拉涨。TF1809 和 T1809 周累计分别上涨 0.24% 和 0.37%，收于 98.425 和 95.955。周内 TF1809 合约持仓量增加 115 手，成交量减少 6095 手；T1809 合约持仓量增加 2223 手，成交量减少 4069 手。
- 资金面，上周资金面整体宽松，较与前一周收紧。上周公开市场到期 1200 亿流动性和 1885 亿 MLF，央行续作 MLF 完全对冲并投放 300 逆回购，周内净回笼 900 亿逆回购。截止周五收盘 R001 加权平均利率收于 2.48% (+53BP)，R007 加权平均利率收于 2.71% (+33BP)。DR001 加权平均利率收于 2.44% (+55BP)，DR007 加权平均利率收于 2.65% (+20BP)。
- 现券市场，受资金面宽松、美债收益率回落、利率债发行量下降和工业品疲软影响，上周债市反弹。一年期国债收益率上行 5BP 至 3.07%，一年期国开债收益率上行 6BP 至 3.42%。十年期国债和国开债收益率下行 4BP 和 6BP，收于 3.49% 和 4.11%，五年期国债和国开周内下行 5BP 和 2BP 至 3.27% 和 4.03%。国债 10Y-1Y 走缩 8BP 至 42BP，10Y-5Y 走缩 1BP 至 25BP；国开 10Y-1Y 走缩 10BP 至 59BP，10Y-5Y 走缩 5BP 至 22BP。
- 基本面，中长期贷款增长不及同期，利好收益率回落。上周五进出口数据和金融数据集中公布，6 月出口好于预期，进口不及预期，社融和 M2 继续疲弱，新增信贷超预期增长，而临近收盘市场无视信贷数据“利空”大幅拉涨。中国 6 月贸易帐(按美元计) 416.1 亿美元，预期 277.2 亿美元，前值 249.2 亿美元。中国 6 月进口同比(按美元计) 14.1%，预期 21.3%，前值 26%。中国 6 月出口同比(按美元计) 11.3%，预期 9.5%，前值 12.6%。中国 6 月社会融资规模 11800 亿人民币，预期 14000 亿人民币，前值 7608 亿人民币。中国 6 月新增人民币贷款 18400 亿人民币，预期 15350 亿人民币，前值 11500 亿人民币。中国 6 月 M2 货币供应同比 8%，预期 8.4%，前值 8.3%；M1 货币供应同比 6.6%，预期 5.9%，前值 6%。仔细分析数据结构发现，表外融资的持续收缩是社融不及历史同期的主因，而尽管新增信贷增长超预期，但企业和居民的中长期贷款均较去年同期明显回落，6 月新增信贷增长中仅票据融资高于历史同期。信用收缩和去杠杆背景下，银行信贷额度控制较强，企业或主动增加票据贴现回流资金。目前企业和居民两大部门中长期贷款延续回落态势，未来紧信用对经济增长的压力将不断凸显，利好长债收益率下行（详见国债期货半年报《期债震荡上行，乐观中保持谨慎》）。而上周中 340 亿贸易额加征关税和 6 月进出口数据，预示着 7 月开始贸易战对净出口的影响也将凸显。基本面利好期债上涨。
- 风险偏好下行长债配置力量加强。7 月初永泰能源短期融资券违约，由于该公司存续债券 240 亿元，总负债 721 亿元，因此 17 永泰能源 CP004 违约引发市场关注。上周与之

关联的中融新大集团旗下的多只公司债价格大幅波动，市场避险情绪升温。目前信用利差维持高位，而同业存单利率在前期流动性宽松的作用下 6M 的股份行存单利率已经下行到 4% 以下。据了解，一些中小行已经开始考虑增配中长期利率债。因此，中长期利率债的风险收益比开始凸显。基本面和配置性价比均利好长债价格上涨。利空方面来自于利率债在 8 月前的放量，由于上半年利率债供给节奏较慢，而三季度利率债季节性放量加上 8 月前地方债置换完成，预计未来一个月地方债发行会出现明显放量，需要关注其对利率债的需求的挤压。

- 曲线形态上，目前 10-1 国债、国开利差处于历史阶段性高位（分别为 45BP 和 70BP），反映资金面宽松，而下周进入缴税期，预计资金面会有所收敛但不至于紧张，10-1 利差难以带动 10-5 利差变化。目前现券 10-5 利差为 21BP，期货 10-5 利差 14BP，下周预计现券向期货利差收敛。操作上建议逢回调布局多单，套利做空五年期基差。

## 上周走势回顾

### 1、货币市场

货币市场周度变化

| 货币市场        | 指标      | 最新价    | 前一周    | 变化 (BP) | 指标         | 最新价    | 前一周    | 变化 (BP) |
|-------------|---------|--------|--------|---------|------------|--------|--------|---------|
| 回购市场（银行间）   | R001加权  | 2.4823 | 1.9521 | 53.02   | DR001加权    | 2.4368 | 1.8846 | 55.22   |
|             | R007加权  | 2.7128 | 2.5278 | 18.50   | DR007加权    | 2.6467 | 2.4458 | 20.09   |
|             | R014加权  | 3.0349 | 2.7055 | 32.94   | DR014加权    | 2.8130 | 2.4510 | 36.20   |
|             | R021加权  | 3.9430 | 3.5513 | 39.17   | DR021加权    | 3.0442 | 2.5428 | 50.14   |
|             | R1M加权   | 3.5211 | 3.0391 | 48.20   | DR1M加权     | 3.0997 | 2.9343 | 16.54   |
|             | R2M加权   | 3.6788 | 3.3601 | 31.87   | DR2M加权     | 3.1670 | 2.9810 | 18.60   |
|             | R3M加权   | 3.8321 | 3.9402 | 10.81   | DR3M加权     | -      | -      | -       |
|             | R4M加权   | 4.1834 | 3.9523 | 23.11   | DR4M加权     | 3.6749 | -      | -       |
|             | R6M加权   | -      | 4.5311 | -       | DR6M加权     | -      | -      | -       |
|             | R9M加权   | -      | -      | -       | DR9M加权     | -      | -      | -       |
| R1Y加权       | -       | -      | -      | DR1Y加权  | -          | -      | -      |         |
| 回购市场（交易所市场） | GC001加权 | 2.4388 | 2.3245 | 11.43   | R-001:加权平均 | 2.4521 | 2.3045 | 14.76   |
|             | GC002加权 | 2.4228 | 2.2168 | 20.60   | R-002:加权平均 | 2.2236 | 2.1319 | 9.17    |
|             | GC003加权 | 2.3684 | 2.1812 | 18.72   | R-003:加权平均 | 2.3081 | 2.0853 | 22.28   |
|             | GC004加权 | 2.4396 | 2.2282 | 21.14   | R-004:加权平均 | 2.3130 | 2.0849 | 22.81   |
|             | GC007加权 | 2.7741 | 2.4949 | 27.92   | R-007:加权平均 | 2.7928 | 2.5008 | 29.20   |
|             | GC014加权 | 2.8969 | 2.7135 | 18.34   | R-014:加权平均 | 2.8801 | 2.7198 | 16.03   |
|             | GC028加权 | 3.2261 | 3.3295 | 10.34   | R-028:加权平均 | 3.2200 | 3.3254 | 10.54   |
|             | GC091加权 | 3.6288 | 3.6481 | 1.93    | R-091:加权平均 | 3.1937 | 3.1936 | 0.01    |
|             | GC182加权 | 3.6623 | 3.6400 | 2.23    | R-182:加权平均 | 3.1677 | 3.3655 | 19.78   |

|      |        |        |        |        |           |        |        |       |
|------|--------|--------|--------|--------|-----------|--------|--------|-------|
| 拆借市场 | IB0001 | 2.5248 | 2.0268 | 49.80  | SHIBOR0/N | 2.4800 | 1.9670 | 51.30 |
|      | IB0007 | 3.2517 | 2.8849 | 36.68  | SHIBOR1W  | 2.6860 | 2.5880 | 9.80  |
|      | IB0014 | 2.9188 | 3.1373 | 21.85  | SHIBOR2W  | 3.0270 | 3.1760 | 14.90 |
|      | IB0021 | 3.2800 | 2.8000 | 48.00  | SHIBOR1M  | 3.2080 | 3.4460 | 23.80 |
|      | IB01M  | 3.0001 | 2.4826 | 51.75  | SHIBOR3M  | 3.6130 | 3.7400 | 12.70 |
|      | IB02M  | 3.1844 | 4.4667 | 128.23 | SHIBOR6M  | 3.7990 | 3.9040 | 10.50 |
|      | IB03M  | 3.9244 | 3.3833 | 54.11  | SHIBOR9M  | 3.9020 | 3.9760 | 7.40  |
|      | IB04M  | 3.5111 | 3.5750 | 6.39   | SHIBOR1Y  | 3.9610 | 4.0390 | 7.80  |
|      | IB06M  | 4.1600 | 4.1500 | 1.00   |           |        |        |       |
|      | IB09M  | -      | -      | -      |           |        |        |       |
|      | IB01Y  | 4.7095 | -      | -      |           |        |        |       |

## 2、现券市场

债券收益率变化

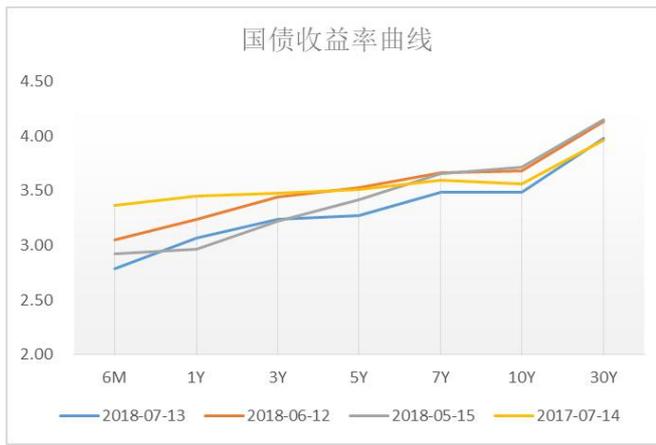
| 期限  | 国债     |          |            | 国开债    |          |            |
|-----|--------|----------|------------|--------|----------|------------|
|     | 收益率    | 周涨跌 (BP) | 20日涨跌 (BP) | 收益率    | 周涨跌 (BP) | 20日涨跌 (BP) |
| 1Y  | 3.0654 | 4.46     | -15.55     | 3.4233 | 5.8      | -46.88     |
| 3Y  | 3.241  | -2.46    | -16.34     | 3.891  | -0.89    | -35.26     |
| 5Y  | 3.2734 | -5.08    | -20.42     | 4.0305 | -2.44    | -31.44     |
| 7Y  | 3.4852 | -1.69    | -15.48     | 4.243  | -0.86    | -27.33     |
| 10Y | 3.4858 | -4.01    | -13.69     | 4.1124 | -5.76    | -30.05     |
| 期限  | AAA企业债 |          |            | AA企业债  |          |            |
|     | 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  | 4.1392 | -1.94    | -50.59     | 5.0792 | -1.94    | -34.59     |
| 3Y  | 4.3767 | -0.91    | -33.79     | 5.3367 | -1.91    | -19.79     |
| 5Y  | 4.569  | 2.96     | -24.98     | 5.569  | 3.96     | -8.98      |
| 7Y  | 4.7819 | -3.91    | -19.32     | 5.7819 | -2.91    | -3.32      |
| 10Y | 4.8604 | -12.66   | -25.4      | 5.8604 | -11.66   | -9.4       |

## 3、期货行情

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) |
|--------|-----------|-----------|----------|----------|-----------|----------|
| TF1809 | 98.425    | 0.24%     | 24370    | -6095    | 19694     | 115      |
| TF1812 | 98.495    | 0.27%     | 195      | 4        | 936       | 106      |
| TF1903 | 97.620    | 0.00%     | 0        | 0        | 0         | 0        |
| T1809  | 95.955    | 0.37%     | 169920   | -4069    | 63634     | 2223     |
| T1812  | 96.040    | 0.36%     | 1377     | 468      | 974       | 144      |
| T1903  | 95.950    | 0.29%     | 6        | -1       | 9         | 2        |

国债收益率曲线(%)



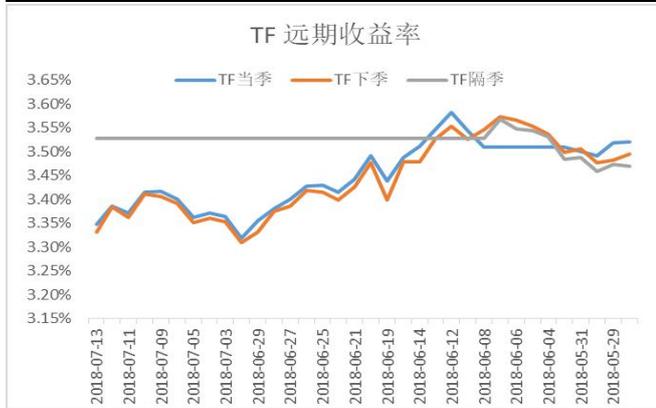
资料来源：wind，一德研究院

期限利差 10Y-5Y 和 10Y-1Y (BP)



资料来源：wind，一德研究院

TF 合约远期收益率(%)



资料来源：wind，一德研究院

T 合约远期收益率(%)



资料来源：wind，一德研究院

5 年期债券信用利差 (BP)



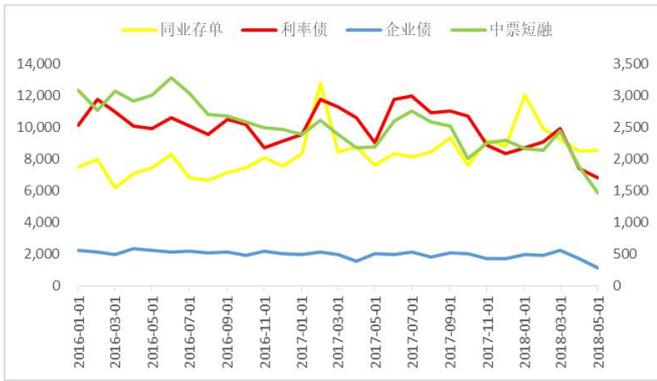
资料来源：wind，一德研究院

3 年期债券信用利差 (BP)



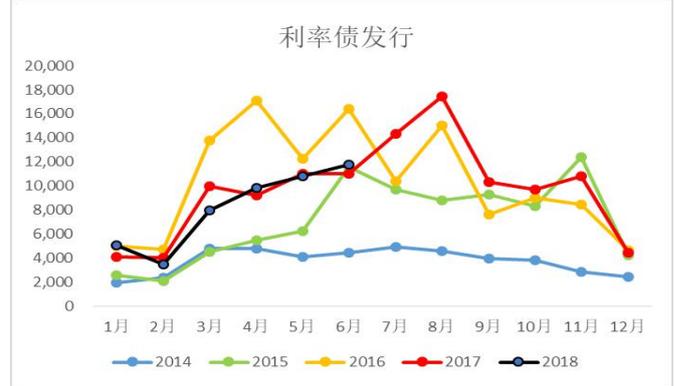
资料来源：wind，一德研究院

债券成交（亿元）



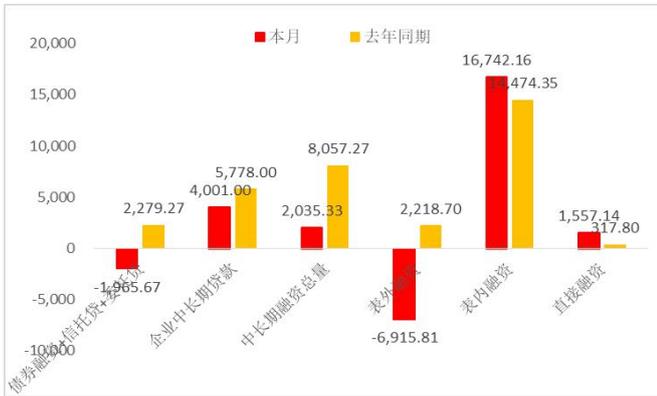
资料来源：wind，一德研究院

债券发行量（亿元）



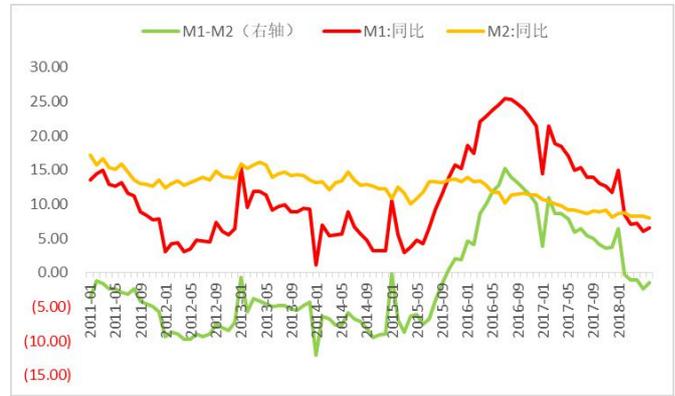
资料来源：wind，一德研究院

社会融资结构（亿元）



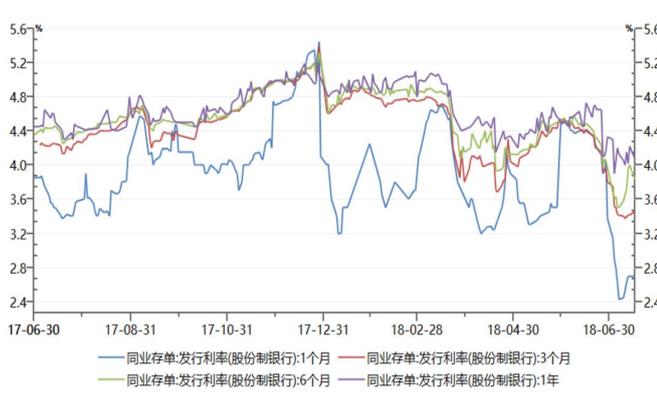
资料来源：wind，一德研究院

货币供给同比增速（%）



资料来源：wind，一德研究院

同业存单发行利率（%）



资料来源：wind

期限利差监控



资料来源：wind，一德研究院

## 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。
- 本研究报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的一德期货网站以外的地址或超级链接，一德期货不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的仅是便于服务对象使用，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，服务对象需自行承担浏览这些网站的费用或风险。
- 除非另有说明，所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记均为一德期货的商标、服务标识及标记，所有本报告中的材料的版权均属于一德期货。
- 一德期货有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。
- 一德期货版权所有，并保留一切权利。



公司总部：022-58298788 市场发展部：022-28130292  
研究院：022-23303538 机构业务部：022-58298788/6111  
地址：天津市和平区解放北路188号信达广场16层  
邮编：300042

一德期货有限公司 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  
一德期货有限公司 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  
一德期货有限公司 天津营业部 300191  
天津市南开区水上公园路水云花园C19号  
Tel: 022-2813 9206  
一德期货有限公司 滨海营业部 300457  
天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室  
Tel: 022-5982 0932  
一德期货有限公司 大连营业部 116023  
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2303、2310号房间  
Tel: 0411-8480 6701

一德期货有限公司 郑州营业部 450008  
郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室  
Tel: 0371-6561 2079  
一德期货有限公司 淄博营业部 255000  
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: 0533-3586 709  
一德期货有限公司 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  
一德期货有限公司 唐山营业部 063000  
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  
一德期货有限公司 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、502、503室  
Tel: 0535-2163353/2169678