



# 若降息延后， 调整会继续吗

## ——国债期货投资策略周报

一德金融衍生品分析师

刘晓艺

投资咨询号：Z0012930



研究院

## 核心观点摘要

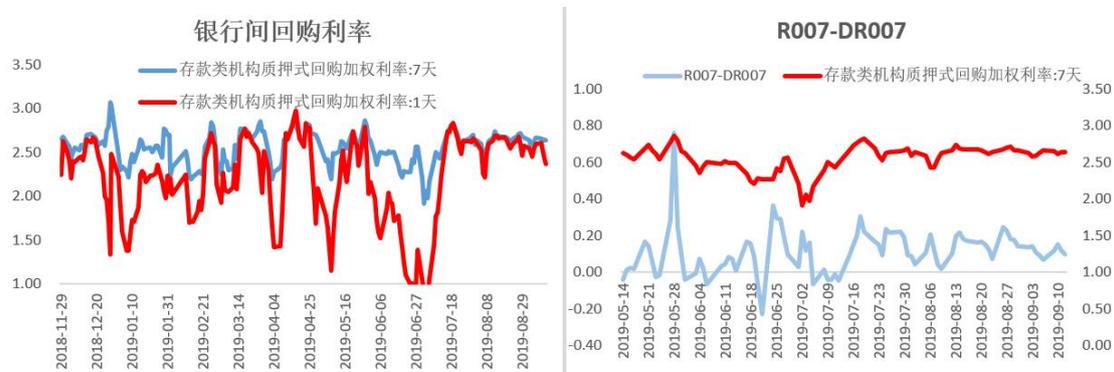
- 上周国债期货高位回调。周初受降准消息影响，多头离场期债高位回落，随后央行暂停续作 MLF 多头情绪有所打压。周中通胀数据公布市场反应平淡。周四受十年国开换券消息和前一日金融数据影响，长债出现大幅调整。截止上周四 TS1912、TF1912 和 T1912 分别收于 100.27（周跌 0.10%）、99.84（周跌 0.35%）和 98.49（周跌 0.69%）。周内 TS1912 合约持仓量增加 806 手，成交量减少 22971 手；周内 TF1912 合约持仓量减少 26 手，成交量减少 10761 手；T1912 合约持仓量减少 2271 手，成交量减少 26614 手。
- 资金面，上周公开市场到期 1765 亿 MLF，央行以逆回购对冲，周内净投放 85 亿流动性，资金面整体较为宽松。截止周四收盘 R001 加权平均利率收于 2.41%（-17BP），R007 加权平均利率收于 2.73%（+2BP）。DR001 加权平均利率收于 2.37%（-17BP），DR007 加权平均利率收于 2.64%（+1BP）。
- 现券市场，上周发行国债、地方债、政金债分别 904.6 亿、42.38 亿、460 亿，由于地方债发行量较小，上周利率债净供给环比回落。一级市场招标需求显示，短端利率债需求较好，长端利率债需求一般。二级市场国债收益率小幅下行，国债表现好于国开，中长端表现好于短端。一年期国债和国开债收益率分别-1BP 和-5BP 至 2.60%和 2.73%。十年期国债和国开债收益率+7BP 和+9BP，收于 3.09%和 3.53%，五年期国债和国开周内+6BP 和+4BP 至 2.98%和 3.35%。国债 10Y-1Y 走扩 8BP 至 49P，10Y-5Y 走扩 2BP 至 11BP；国开 10Y-1Y 走扩 14BP 至 81BP，10Y-5Y 走扩 5BP 至 19BP。
- 基本面看，8 月金融数据超预期的原因在贷款的回升，特别是企业中长贷款的回升对多头情绪有较大冲击。考虑 7 月底政治局会议对民营和小微企业贷款的导向，以及全球降息背景下银行出于后期贷款利率下行的担忧而提前放贷，后期信贷数据回升的持续性有待观察。而若新一年度的专项债提前发行，则重点拉动基建投资以对冲经济下行压力，由此社融或现企企稳迹象。但房地产严监管背景下，降准后释放的资金对实体的拉动效果恐怕不及前几轮货币宽松周期，融资需求不足判断下银行或继续加强配债力度，利率债中长期依然看多。
- 目前市场焦点在于下周二公开市场到期 3450 亿 MLF 是否会续作，以及调整操作利率。部分投资者担心如果周二 MLF 不续作，或操作利率不下调，长端债的调整可能延续，我们认为上述逻辑可能放大了 MLF 的影响。从上周市场调整来看，尽管长债调整有对此前宽松流动性预期的纠正，但主要冲击来源于十年国开活跃却换券的影响，当日 190210 收益率上行 4BP。活跃券换券本不是利空影响，但由于资金追逐新券原先活跃券流动性溢价降低从而收益率上行。换券行情结束后，老券走势仍将回归基本面。而 MLF 尽管不续作或不下调利率，只要短端收益率出现下行，长端下行空间仍会打开（上周 10 年-1 年和 10 年-5 年利差反弹更有利于后期长端利率的下行）。综上所述，建议三品种逢低做多。

## 货币市场周度变化

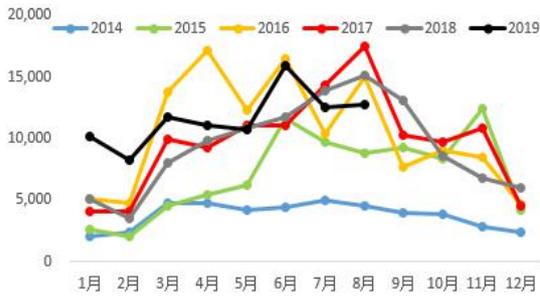
货币市场	指标	最新价	前一周	变化 (BP)	指标	最新价	前一周	变化 (BP)
回购市场 (银行间)	R001加权	2.4116	2.5835	-17.19	DR001加权	2.3670	2.5381	-17.11
	R007加权	2.7373	2.7170	2.03	DR007加权	2.6383	2.6239	1.44
	R014加权	2.8791	2.7525	12.66	DR014加权	2.6929	2.6185	7.44
	R021加权	2.8200	2.8139	0.61	DR021加权	2.7992	2.5876	21.16
	R1M加权	3.1647	2.9237	24.10	DR1M加权	2.9226	2.6610	26.16
	R2M加权	3.2653	3.2446	2.07	DR2M加权	2.9280	2.9578	-2.98
	R3M加权	3.2815	2.8884	39.31	DR3M加权	3.0904	2.8082	28.22
	R4M加权	5.8500	3.1500	270.00	DR4M加权	0.0000	3.1500	-315.00
	R6M加权	3.2000	3.1731	2.69	DR6M加权	0.0000	0.0000	0.00
	R9M加权	3.5000	0.0000	350.00	DR9M加权	3.5000	0.0000	350.00
R1Y加权	0.0000	0.0000	0.00	DR1Y加权	0.0000	0.0000	0.00	
回购市场 (交易所市场)	GC001加权	2.7060	2.7440	-3.80	R-001: 加权平均	2.6178	2.6430	-2.52
	GC002加权	2.6730	2.7070	-3.40	R-002: 加权平均	2.5191	2.6320	-11.29
	GC003加权	2.6640	2.7200	-5.60	R-003: 加权平均	2.4874	2.6260	-13.86
	GC004加权	2.6580	2.7240	-6.60	R-004: 加权平均	2.4898	2.6230	-13.32
	GC007加权	2.7300	2.7920	-6.20	R-007: 加权平均	2.7273	2.8080	-8.07
	GC014加权	2.7250	2.7820	-5.70	R-014: 加权平均	2.6970	2.7880	-9.10
	GC028加权	2.8330	2.9560	-12.30	R-028: 加权平均	2.8274	2.9410	-11.36
	GC091加权	2.8310	2.9020	-7.10	R-091: 加权平均	2.7138	2.7170	-0.32
GC182加权	2.8100	2.8720	-6.20	R-182: 加权平均	2.7129	2.7550	-4.21	
拆借市场	IB0001	2.4083	2.5747	-16.64	SHIBOR0/N	2.3690	2.5360	-16.70
	IB0007	3.3956	3.2780	11.76	SHIBOR1W	2.6500	2.6360	1.40
	IB0014	2.9816	2.7103	27.13	SHIBOR2W	2.6630	2.6030	6.00
	IB0021	4.9667	2.5867	238.00	SHIBOR1M	2.6820	2.6650	1.70
	IB01M	2.9951	3.0242	-2.91	SHIBOR3M	2.7090	2.7040	0.50
	IB02M	3.1452	3.1621	-1.69	SHIBOR6M	2.7870	2.7610	2.60
	IB03M	3.8412	3.7707	7.05	SHIBOR9M	2.9760	2.9910	-1.50
	IB04M	4.4222	0.0000	442.22	SHIBOR1Y	3.0420	3.0520	-1.00
	IB06M	2.7870	0.0000	278.70				
	IB09M	0.0000	0.0000	0.00				
	IB01Y	0.0000	0.0000	0.00				

## 债券收益率变化

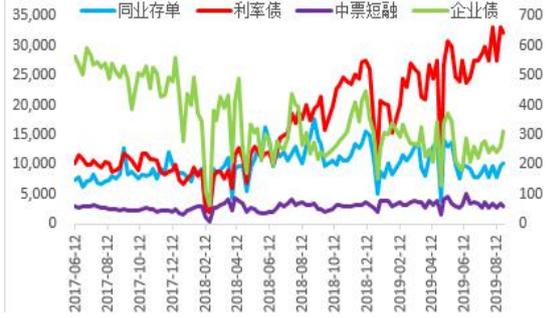
期限	国债			国开债		
	收益率	周涨跌 (BP)	20日涨跌 (BP)	收益率	周涨跌 (BP)	20日涨跌 (BP)
1Y	2.6012	-1.17	0.47	2.7318	-5.08	5.12
3Y	2.7454	-1.9	-2.59	3.048	-0.07	-2.27
5Y	2.9802	5.45	6.2	3.352	4.41	8.88
7Y	3.117	6.52	7.23	3.5668	2.89	9.67
10Y	3.0876	7.03	7.61	3.5397	9.04	13.3
期限	AAA企业债			AA企业债		
	收益率	周涨跌 (BP)	20日涨跌 (BP)	收益率	周涨跌 (BP)	20日涨跌 (BP)
1Y	3.0827	-0.34	4.51	3.4727	-0.34	-4.49
3Y	3.3818	-0.37	2.88	3.9418	4.63	-0.12
5Y	3.7421	1.07	8.54	4.5521	1.07	8.54
7Y	3.8928	-2.92	-2.11	4.9528	-2.92	-2.11
10Y	4.1996	-2.29	-2.23	5.2596	-2.29	-2.23



利率债发行



现券成交



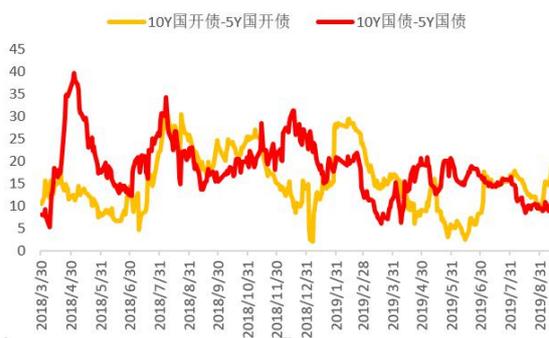
国债期限利差



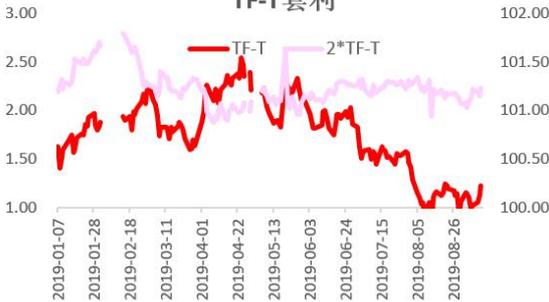
十年国债收益率



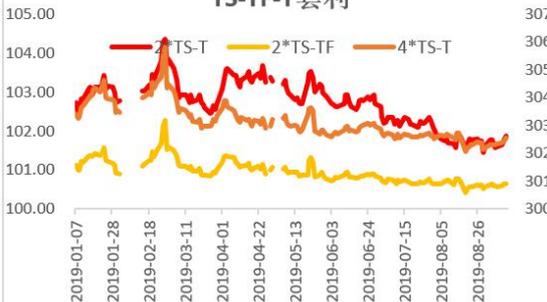
10Y-5Y期限利差



TF-T套利



TS-TF-T套利



## 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。



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