



流动性预期宽松， 期限利差大幅走扩 ——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

核心观点摘要

- 上周国债期货在降准预期和资金面宽松作用下强势上涨。周初，总理四川考察释放降准信号，债市做多情绪点燃。周中，资金面泛滥，隔夜回购利率下破 1%，T2003 冲破 98.3 关口；周五，资金价格反弹叠加工业企业利润回暖，期债收跌。截止上周五 TS2003、TF2003 和 T2003 分别收于 100.40（周涨 0.10%）、99.94（周涨 0.20%）和 98.19（周涨 0.30%）。周内 TS2003 合约持仓量增加 399 手，成交量增加 1141 手；周内 TF2003 合约持仓量增加 4485 手，成交量减少 3927 手；T2003 合约持仓量减少 3669 手，成交量减少 14197 手。
- 上周央行暂停公开市场操作，但资金面非常宽松。周中 DR001 跌破 1%，DR007 下行至 1.55%。截止周五收盘 DR001 加权平均利率收于 1.03%（-75BP），DR007 加权平均利率收于 2.49%（+27BP）。
- 临近年末，债券发行接近尾声，上周利率债仅国债发行 151 亿。一级市场利率债招标情况良好。二级市场，中期和短期国债收益率下行幅度较大。一年期国债和国开债收益率分别-20BP 和-17BP 至 2.38%和 2.530%，五年期国债和国开周内-8BP 和-9BP 至 2.88%和 3.36%，十年期国债和国开债收益率-5BP 和-2BP，收于 3.13%和 3.57%。国债 10Y-1Y 走扩 15BP 至 75P，10Y-5Y 走扩 3BP 至 24BP；国开 10Y-1Y 走扩 15BP 至 104BP，10Y-5Y 走扩 3BP 至 21BP。
- 基本面，27 日统计公布的 11 月工业企业利润增速由负转正。结合 11 月工业增加值增速反弹至 6.2%，创近 5 个月新高，引发市场库存周期回暖预期。但从结构上看，利润回升的行业主要集中在地产和基建相关下游行业，中游行业利润回落且生产回升，或说明终端需求依然不佳。另外，尽管 11 月施工数据超预期好转，带动水泥和钢材价格上涨，但 12 月水泥和钢材涨势已经放缓。因此，库存周期是否真正回暖还有待确认。但根据我们的测算 2020 年 1 月不考虑利率债供给影响，公开市场操作到期、同业存单到期、缴税引发财政存款波动和春节前的取现需求将面临至少 2.7 万亿资金缺口，央行开展降准和公开市场操作投放流动性的必要性较强。货币宽松预期延续，利好收益率下行。
- 消息面，周末有两条消息值得关注：一是 27 日央行公布《关于规范现金管理类理财产品有关通知（征求意见稿）》，主要内容为银行现金管理类产品对标货币基金，从严监管；二是 28 日央行宣布存量浮动利率贷款的定价机制转换为 LPR。前者对债市影响表现为，利好高等级短久期信用债，长端利率债因监管新老划断受影响较小；后者对于债市短期影响有限，但中长期看存量贷款定价基准转变，有助于降低存量债务付息压力，未来央行有望以小步慢跑的形式降低银行负债成本，引导 LPR 贷款利率的下行。
- 在经历前期过于宽松资金面和降准预期的炒作后，短期债市继续上行动能减弱，需要警惕市场风险偏好、通胀预期以及后期专项债发行节奏的扰动。但考虑明年 1 月货币政策有望继续宽松，收益率有望继续下行。建议逢回调布局多单。曲线形态上，上周资金面

转松影响，现券短端收益率下行较多带动 10-2 利差走扩。但短债期货表现不及现券，期货 10-2 利差仅小幅走扩 2BP。目前现券 10 年-2 年、10 年-5 年期限利差分别为 64BP（+8BP）和 24BP（+3BP），期货三主力对应远期收益率 2.79%、3.01%和 3.21%，10-2、10-5 利差在 42BP（+2BP）、20BP（+1BP）。短期利好出尽后，长端利率或重回震荡，央行公开市场开始回笼流动性，短端收益率很难继续下行。做陡策略可以考虑止盈离场，待趋势明了再介入套利策略。

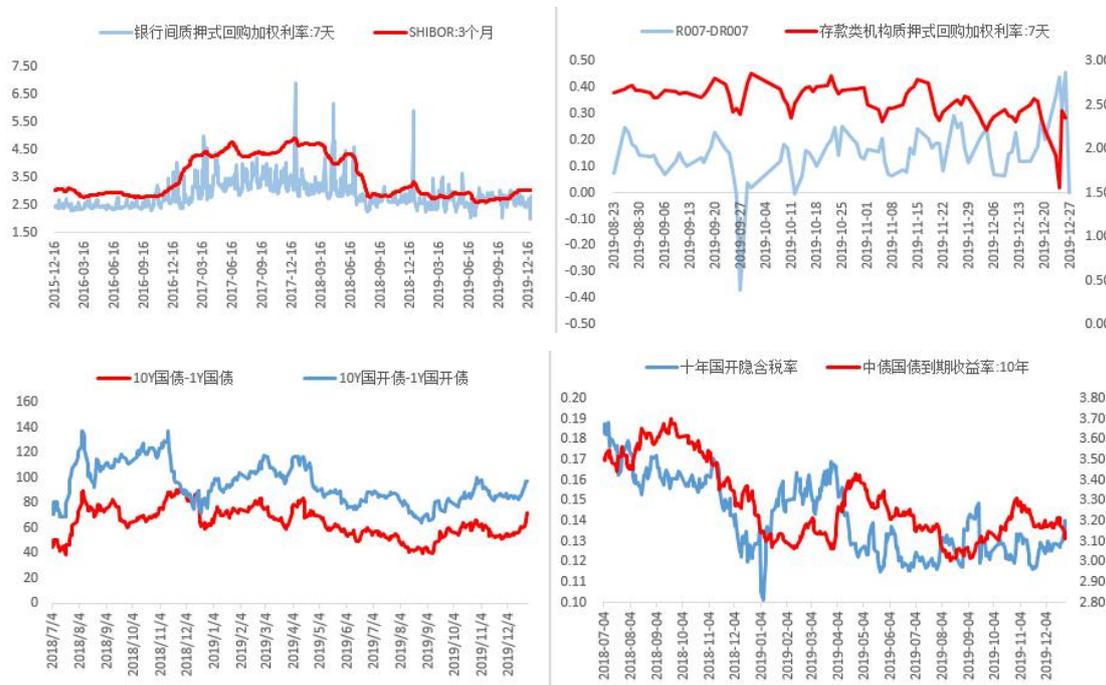
债券收益率变化

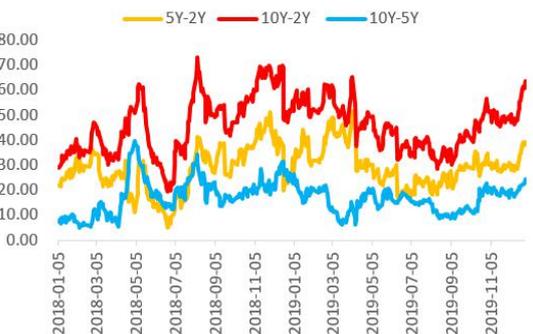
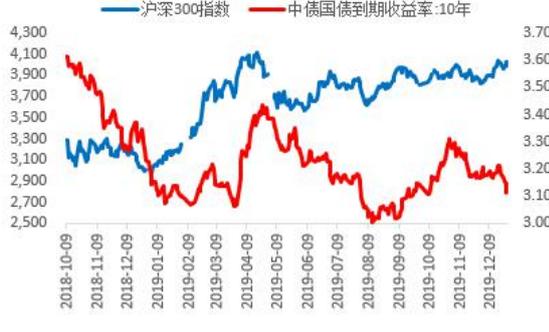
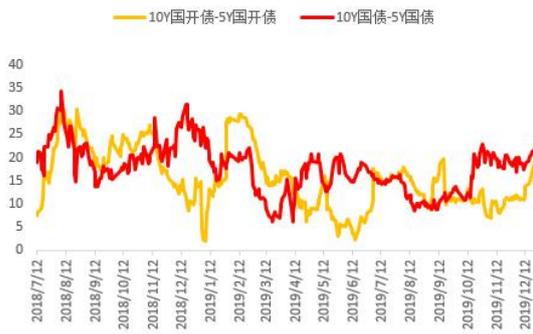
期限	收益率	国债		国开债		
		周涨跌 (BP)	20日涨跌 (BP)	收益率	周涨跌 (BP)	20日涨跌 (BP)
1Y	2.3788	-20.07	-26.43	2.527	-17.37	-19.51
3Y	2.7486	-3.09	-8.34	2.9052	-8.13	-12.7
5Y	2.8851	-8.27	-9.04	3.3617	-4.56	-9.21
7Y	3.0663	-7.05	-8.26	3.5389	-2.03	-5.07
10Y	3.1292	-5.16	-3.58	3.5689	-1.98	0.06

期限	收益率	AAA企业债		AA企业债		
		周涨跌 (BP)	20日涨跌 (BP)	收益率	周涨跌 (BP)	20日涨跌 (BP)
1Y	3.1761	-4.5	-5.43	3.4061	-5.5	-3.43
3Y	3.4242	-7.28	-4.12	3.8042	-4.28	-2.12
5Y	3.6957	-5.21	-11.51	4.4157	-8.21	-6.51
7Y	3.9284	-2.86	-5.87	4.9884	-2.86	-5.87
10Y	4.2138	-3.91	-5.4	5.2738	-3.91	-5.4

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	100.400	0.10%	118819	1141	13638	399
TS01.CFE	100.225	0.12%	6912	1309	2008	-261
TS02.CFE	100.050	0.11%	2204	238	410	4
TF00.CFE	99.940	0.20%	53379	-3927	30580	4485
TF01.CFE	99.625	0.19%	580	141	1577	157
TF02.CFE	99.335	0.14%	157	130	145	125
T00.CFE	98.195	0.30%	166649	-14197	78818	-3669
T01.CFE	97.820	0.30%	2969	334	3879	353
T02.CFE	97.490	-0.01%	864	129	967	495





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丽江河汇大厦801室

Tel: 0571-8799 6673