

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（周报）

境外避险驱动有变，
债市关注点回归国内

——国债期货投资策略周报

20200315

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

上周债市受海外影响较大，期债整体表现大跌。周一在油价大跌、避险情绪冲高情况下期债大幅高开；周二国内通胀和社融公布但市场反映平淡，周四尾盘外资抛盘驰援境外流动性期债尾盘跳水，周五期债继续下行。截止上周五 TS2006、TF2006 和 T2006 分别收于 101.080（周跌 0.10%）、101.640（周跌 0.28%）和 100.995（周跌 0.48%）。周内 TS2006 合约持仓量减少 676 手，成交量增加 541 手；周内 TF2006 合约持仓量减少 1295 手，成交量增加 8553 手；T2006 合约持仓量增加 2605 手，成交量增加 91511 手。

表 1：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	101.310	-0.05%	145	-564	0	-147
TS01.CFE	101.080	-0.10%	55721	541	11813	-676
TS02.CFE	100.890	-0.09%	2218	-207	2495	720
TF00.CFE	102.000	-0.24%	771	-21	0	-2082
TF01.CFE	101.640	-0.28%	72542	8553	28581	-1295
TF02.CFE	101.270	-0.29%	580	-56	872	57
T00.CFE	102.000	0.33%	407	-300	0	-165
T01.CFE	100.995	-0.48%	356344	91511	75734	2605
T02.CFE	100.590	-0.47%	9268	2421	4636	1341

二、流动性观察

上周公开市场零到期零投放，资金面小幅收紧。截止周五收盘 R001 加权平均利率收于 1.71%（+27BP），R007 加权平均利率收于 2.21%（+15BP），DR001 加权平均利率收于 1.41%（+5BP），DR007 加权平均利率收于 2.06%（+17BP）。

图 1：Shibor3M（%）和 R007（%）

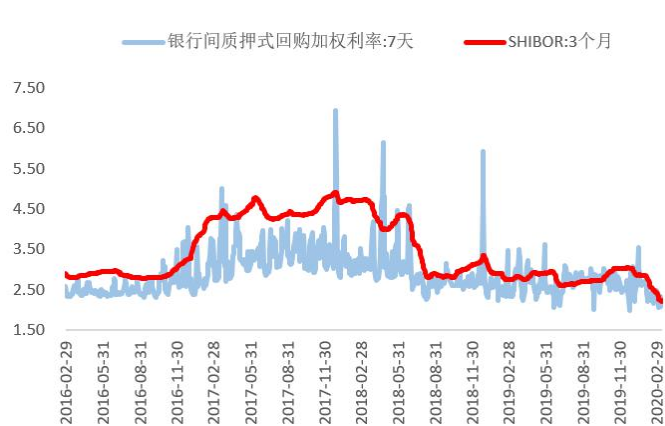
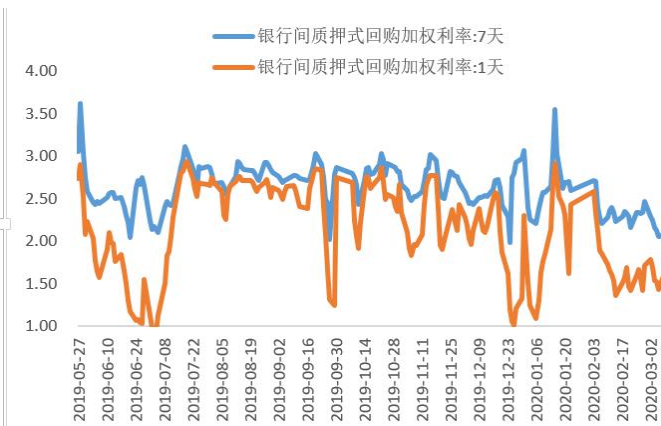


图 2：R007 和 R001（%）



三、现券市场观察

上周国债发行加快，地方债发行放缓，利率债发行环比增加少至 2467 亿，其中国债、地方债和政策银行债分别 1380 亿、142 亿、945 亿。受二级市场影响，一级市场利率债招标需求依然旺盛。二级市场，收益率曲线整体下移，国债中长端表现好于短端，国开长端表现不及中短端，信用债收益率整体下行。一年期国债和国开债收益率分别+1BP 和+4BP 至 1.92%和 2.09%，五年期国债和国开周内+8BP 和+8BP 至 2.54%和 2.86%，十年期国债

和国开债收益率+5BP 和-8BP，收于 2.68%和 3.06%。国债 10Y-1Y 走扩 4BP 至 75P，10Y-5Y 走缩 3BP 至 14BP；国开 10Y-1Y 走缩 11BP 至 97BP，10Y-5Y 走缩 16BP 至 30BP。

图 3：利率债发行量（亿元）

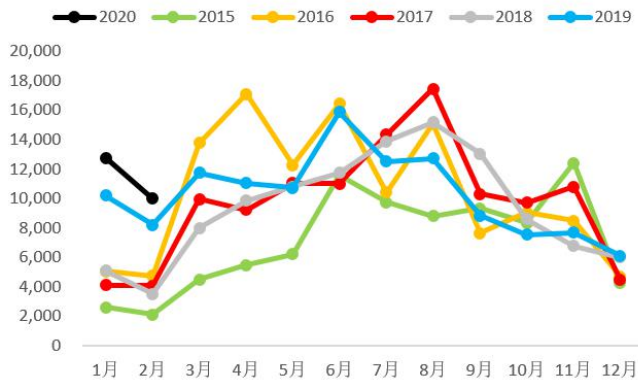


图 4：现券成交金额（亿元）

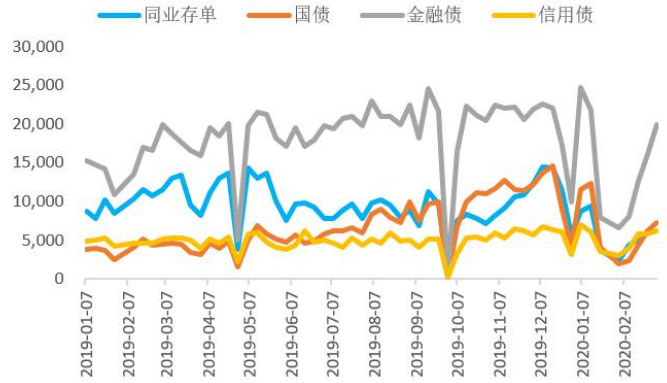


图 5：十年国债收益率（%）

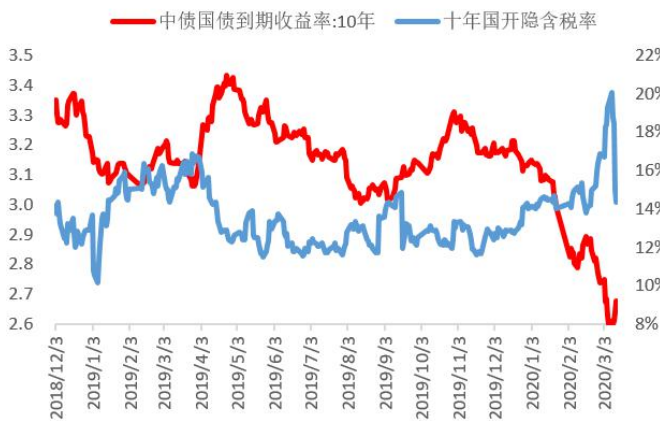


图 6：国债期限利差（BP）

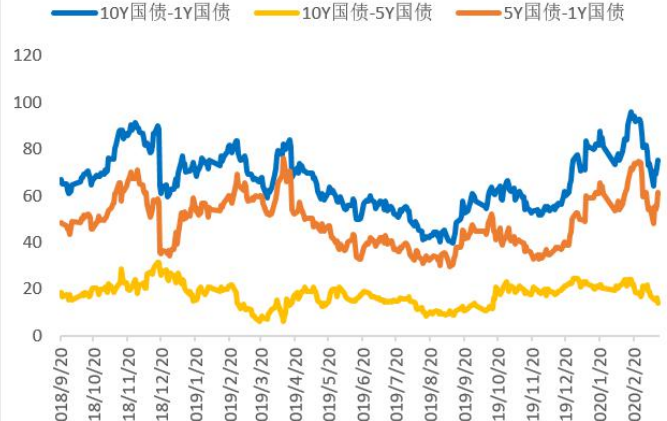


图 7：中票短融收益率（%）

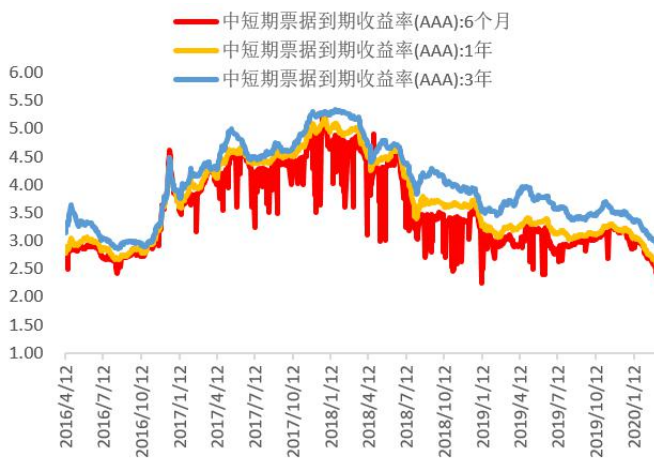
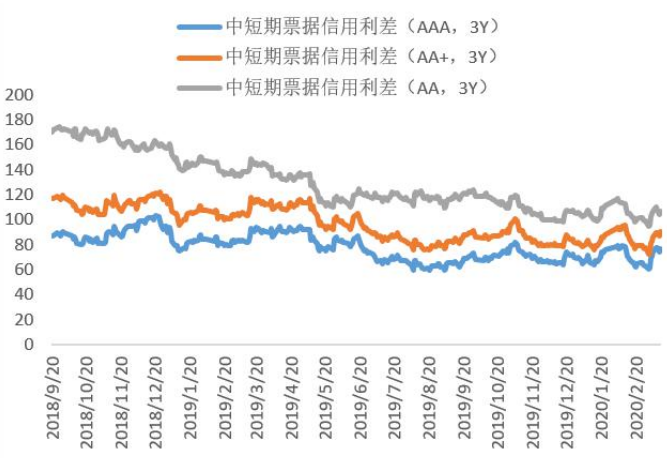


图 8：信用利差（BP）



四、后市展望

上周股、债、商品市场均经历了大幅的波动。在海外疫情和国际油价暴跌的组合下，各国权益类资产暴跌，周内多国股市触发熔断机制，其中美国股市触发两次。权益类资产的大幅回调，导致避险资产由避险驱动逻辑转向流动性驱动逻辑。伴随着外部流动性的收紧，外资开始抛售中债和黄金等流动性较好资产驰援境外流动性。周五美联储紧急投放 1.5 万亿美元流动性稳定金融市场预期，美股反弹美债跌。海外疫情对国内债市的传导逻辑已经从避险情绪转向流动性抛售，尽管目前多国已经开始流动性投放，但是并不意味着流动性的缓解债市的压力就会缓解。目前海外疫情并没有见到控制住的迹象，对于以消费为经济主驱动的国家其影响巨大。紧急流动性投放利于风险偏好的回升，短期权益市场的回升反弹可能会加速债券市场的抛售来获取更多流动性，因此外部市场对于债市的影响开始转向利空。

国内方面，上周五央行宣布自 3 月 16 日起实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准 0.5 至 1 个百分点。在此之外，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准 1 个百分点，支持发放普惠金融领域贷款。以上定向降准共释放长期资金 5500 亿元。此次降准有利于缓解近期海外金融市场波动对国内资本市场的扰动，但更重要的目的是推动复工过程中商业银行对实体的信贷支持。由于股份制银行在资金实力和运营能力方面较小型银行更强，对于符合条件的股份行再额外定向降准的措施有利于向小微企业提供更多信贷支持。在当下国内疫情发展不断向好，货币政策加快流动性向实体投放的信号，将令债券走势整体承压。而多国目前采取的流动性投放只在平抑金融市场波动，短期风险资产的反弹或加剧无风险资产的抛售，情绪上亦不利于债市上涨，中期看海外市场不确定性的增加，将令各类资产波动加大。我们认为目前中债的驱动正逐渐回归国内，单边上涨压力开始显现。操作上可以逢反弹布局空单。

曲线形态上，上周短期资金面小幅收紧，叠加美债长端收益率大跌，带动期限利差走扩。国债现券 10 年-2 年、10 年-5 年期限利差分别为 52BP（周+8BP）和 14BP（周-3BP），期货三主力对应远期收益率 2.44%（周+5BP）、2.65%（周+7BP）和 2.88%（+5BP），10-2、10-5 利差分别为 44BP（周 0BP）、23BP（周-2BP）。当前资金利率整体处于低位，短债继续下行空间有限，但目前海外市场高度不确定性可能导致长端利率大幅波动，曲线套利难度加大，建议套利保持观望。

图 9：国债期现货 10 年-2 年利差（BP）

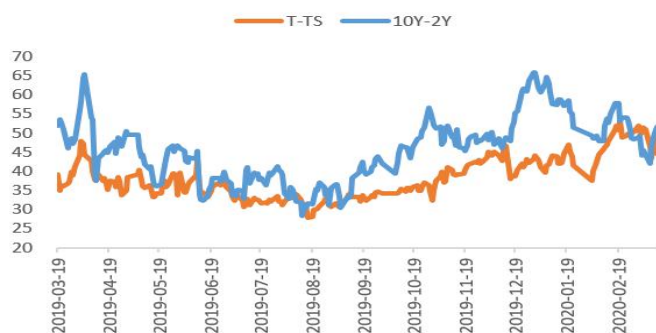
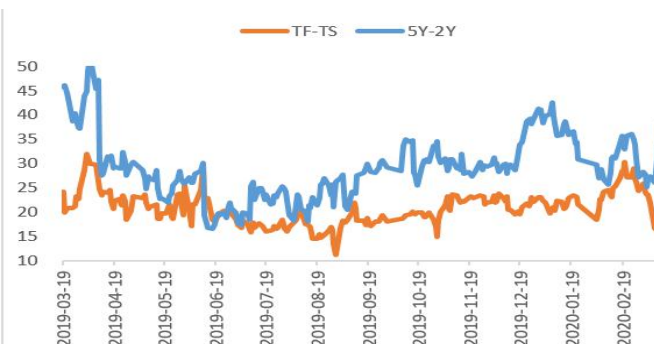


图 10：国债期现货 5 年-2 年利差（BP）



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