

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（周报）

“巨震”周后国内债市需要关注什么

——国债期货投资策略周报

20200322

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，期债表现先抑后扬。周一受美联储降息至零影响期债高开，但 MLF 操作维持利率不变超预期期债走低；周二三美债收益率上行影响，中债延续回调；周四美股次熔断，美元流动性紧张加剧，中债收益率跟随美债上行；周五美联储再出刺激政策，海外流动性有所缓解，国债期货反弹。截止上周五 TS2006、TF2006 和 T2006 分别收于 101.180（周+0.10%）、101.660（周+0.02%）和 100.825（周-0.17%）。周内 TS2006 合约成交量减少 0.2 万手，持仓量增加 3732 手；周内 TF2006 合约成交量减少 0.1 万手，持仓量减少 871 手；T2006 合约成交量增加 0.4 万手，持仓量增加 8583 手。

二、流动性观察

上周一定向降准落地叠加 MLF 操作，共投放 6500 亿流动性，资金面非常宽松。截止周五收盘 R001 加权平均利率收于 0.86%（-60BP），R007 加权平均利率收于 1.65%（-44BP），DR001 加权平均利率收于 0.79%（-62BP），DR007 加权平均利率收于 1.57%（-50BP）。

图 1: Shibor3M (%) 和 R007 (%)

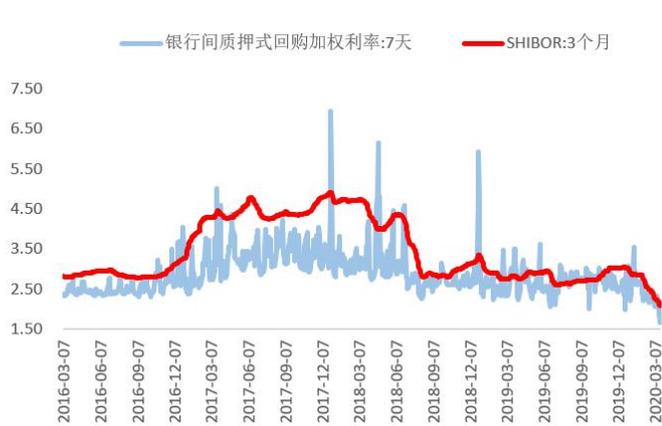


图 2: R007 和 R001 (%)



三、现券市场观察

上周地方债发行加快，利率债发行环比增加至 3324 亿，其中国债、地方债和政策银行债分别 1010 亿、1236 亿、1078 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，国债短端表现好于中长端，期限利差走扩，信用债收益率整体下行。一年期国债和国开债收益率分别-6BP 和-6BP 至 1.87%和 2.03%，五年期国债和国开周内-2BP 和-2BP 至 2.52%和 2.83%，十年期国债和国开债收益率 0BP 和-1BP，收于 2.68%和 3.05%。国债 10Y-1Y 走扩 6BP 至 81P，10Y-5Y 走扩 2BP 至 16BP；国开 10Y-1Y 走扩 5BP 至 102BP，10Y-5Y 走扩 1BP 至 22BP。

图 3：利率债发行量（亿元）

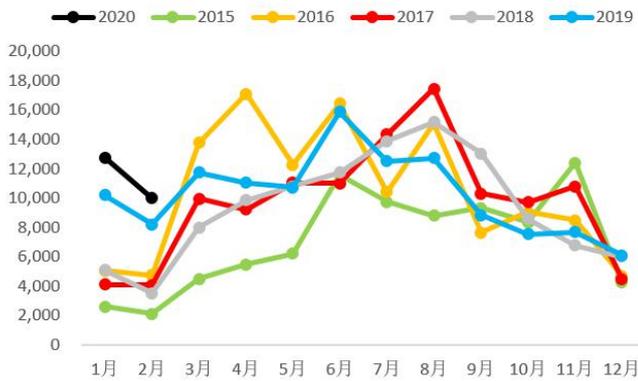


图 4：现券成交金额（亿元）

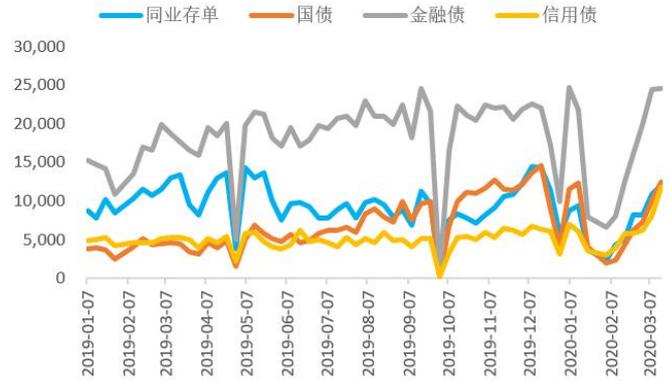


图 5：十年国债收益率（%）



图 6：国债期限利差（BP）

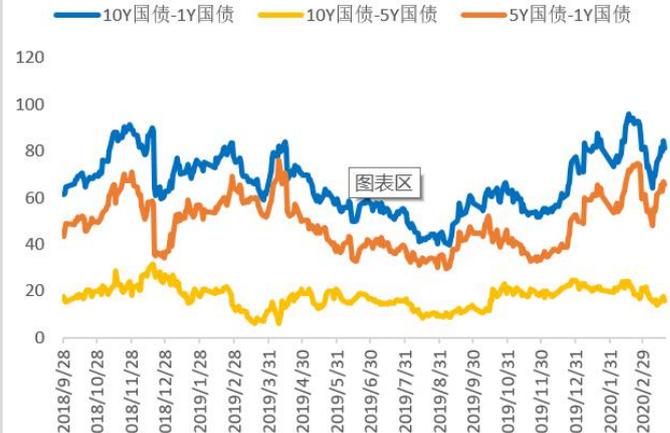


图 7：中票短融收益率（%）

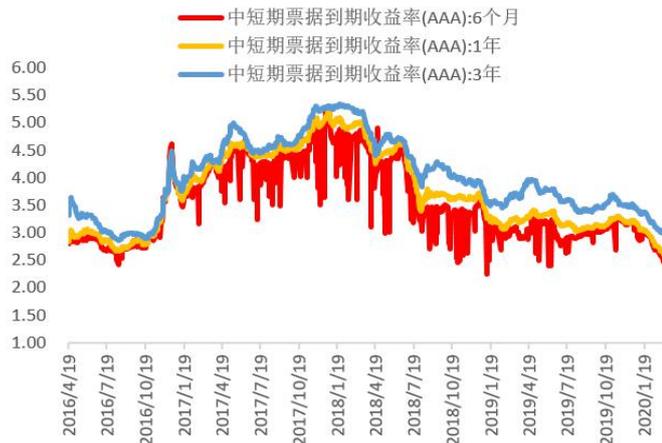
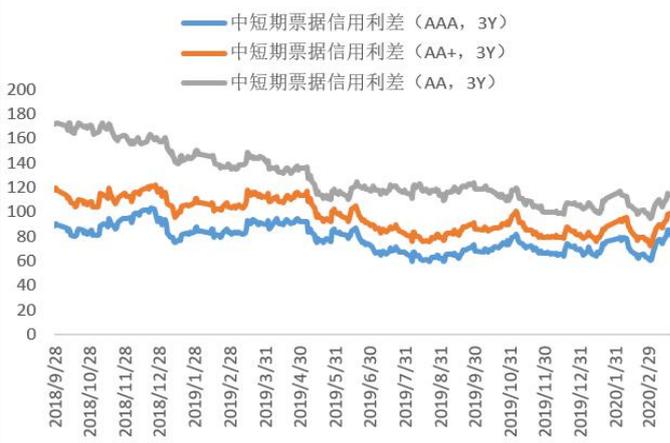


图 8：信用利差（BP）



四、后市展望

上周股债汇商品市场继续剧烈波动，美元流动性成为资产波动的主因。美联储继大幅降息和 QE 操作后，启动一级交易商信贷机制（PDCF）、商业票据融资机制（CFPP）、共同基金流动性基金（MMLF），并与多国央行开展货币互换，稳定美元流动性。当前美联储政策力度已经超过 2008 年次贷危机，但尽管如此，过去十年由低

利率环境诱发的企业和居民加杠杆行为成为目前市场的痛点。疫情和油价的波动对实体经济的直接冲击，使得美国信用债和股市的风险攀升，而美联储流动性投放不足以解除两个市场的风险。后期美国信用风险和流动性风险仍是市场核心，不排除危机模式下，金融资产的再次被抛售换取流动性可能，美债波动继续影响国内债市节奏。

国内方面，上周3月16日定向降准落地，MLF和LPR操作利率维持不变。说明当前货币政策着力解决融资需求结构性的问题，同时考虑当前中小行经营情况，有意维持贷款利率稳定，后期或通过调整存款基准利率降低商业银行负债成本，进一步促进宽货币向宽信用的转化。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，债券收益率下行空间有限。但中期看，无论是外部市场不确定性加剧，国内避险需求的存在，还是货币政策维持宽松基调的判断，债券收益率仍有下行空间。

曲线形态上，上周国内资金面非常宽松，短端利率下行带动期限利差走扩。国债现券10年-2年、10年-5年期限利差分别为51BP（周-1BP）和16BP（周+2BP），期货三主力对应收益率2.39%（周-5BP）、2.64%（周-1BP）和2.90%（+2BP），10-2、10-5利差分别为51BP（周+7BP）、26BP（周+3BP）。当前资金利率整体处于历史低位，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：TED利差（%）



图10：美国AA级3个月非金融商业票据利差（%）

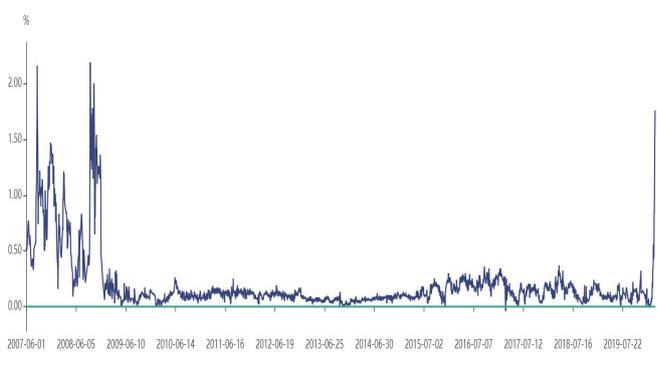


图11：五年期国债期货主力IRR（%）

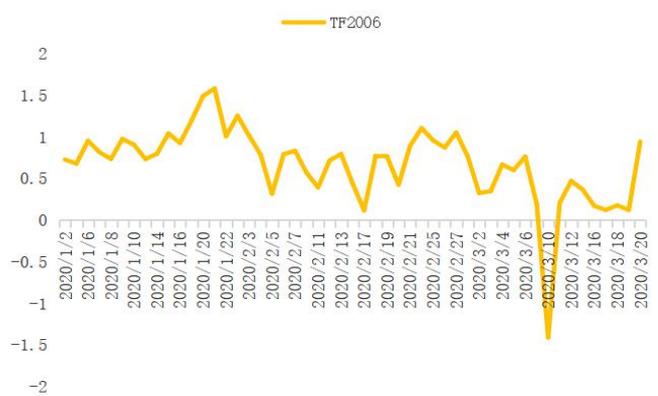


图12：十年期国债期货主力IRR（%）

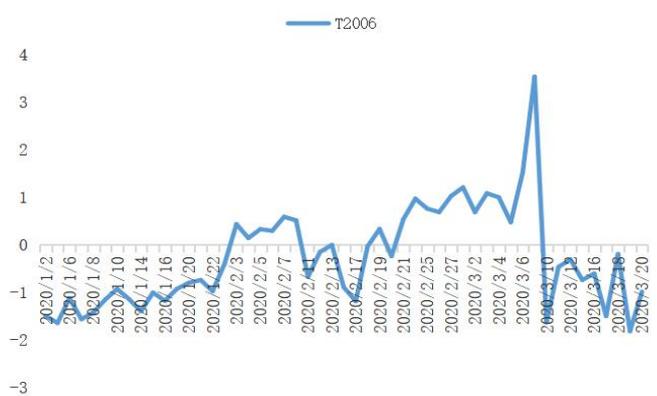
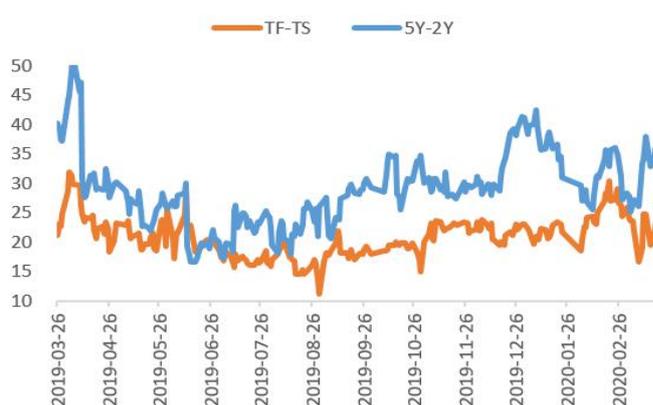


图13：国债期现货10年-2年利差（BP）

图14：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