

一诺千金 德厚载富

# 一德期货 研究报告

（周报）

## 两会前后的“预期差” ——国债期货投资策略周报

20210228

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、行情回顾

上周国债期货延续震荡走势。海外市场交易再通胀背景下，商品和美债收益率大涨，令通胀预期升温，并传导至国内施压债市。另外，两会前国内市场对于政策乐观预期和利率债供给也抑制长端债券表现。国内资金面维持宽松的情况下，国债收益率曲线进一步陡峭化，中短期国债表现好于长期国债。临近 2106 合约交割，目前国债期货三品种均已完成移仓操作。截止上周五 TS2106、TF2106 和 T2106 分别收于 100.020（周+0.07%）、99.16（周+0.07%）和 96.855（周-0.22%）。周内 TS2106 合约成交量增加 15396 手，持仓量增加 4258 手；周内 TF2106 合约成交量增加 52607 手，持仓量增加 13157 手；T2106 合约成交量增加 41635 手，持仓量增加 14588 手。

## 二、市场展望

从节后市场表现来看，由于海外疫苗接种速度加快、美国 1.9 万财政刺激政策推动和受天气影响油价上涨，市场对于美国经济复苏预期增强，美债利率快速上行，十年美债超预期的快速突破 1.5% 关口。不过，上周五美债收益率出现修复，但不确定的是商品市场接下来是跟随美债出现回调，如果继续上涨短期通胀预期仍会压制中债表现。国内方面，3 月 5 日两会将召开，债市重点关注财政赤字率和地方专项债额度消息。去年底时多数机构预期财政赤字率 3%，新增专项债额度 3.6 万亿左右，目前有观点认为若实际公布的赤字率和地方专项债额度高于预期将施压长债，但我们并不认同。此前年报中我们提到过今年银行配置需求将好于去年，而利率债的总供给将大幅低于 2020 年（2020 年利率债净融资 11 万亿，包含 1 万亿特别国债，2021 年利率债净融资量难超 10 万亿）。估值上看，当前十年国债收益率再次逼近 3.3% 关口，接近 2020 年 11 月。考虑目前社融已经见顶回落，海外复苏背景下出口的替代效应逐渐显现，后期信用紧缩压力加大，我们认为短期货币政策收紧概率不大，十债继续上行空间有限。但目前处于数据真空期（两会后经济数据陆续公布），通胀预期难以证伪情况下，长债向上驱动不强。建议操作上观望为主，激进者在前低附近做多 T2106。

套利方面，节后资金面宽松+通胀预期，收益率曲线陡峭化。截止上周五国债现券 10 年-2 年、10 年-5 年、5 年-2 年期限利差分别为 50BP（周+4BP）、19BP（周 0BP）、31BP（周+4BP）。期货三主力对应收益率 3.43%（+3BP）、3.18%（周-1BP）和 2.99%（周-4BP），T-TS、T-TF、TF-TS 利差分别为 44BP（周+7BP）、24BP（周+4BP）、19BP（周+3BP）。目前来看，货币政策维持稳健基调不变，短期资金面有望延续宽松，但通胀预期和风险偏好扰动长端，期限利差走势尚不明朗，建议套利观望。

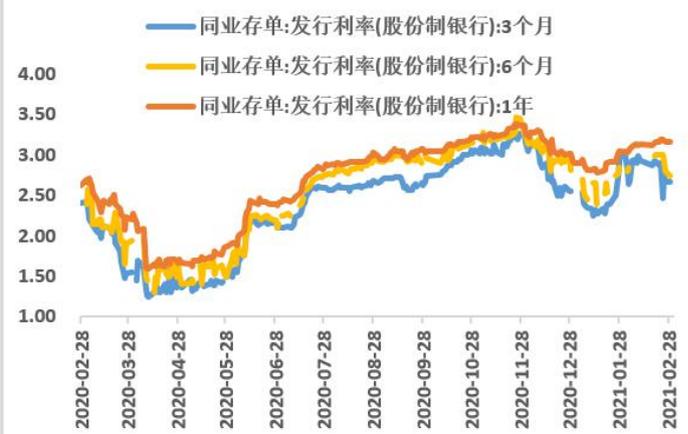
## 三、现券数据追踪

图 1: Shibor3M (%) 和 R007 (%)



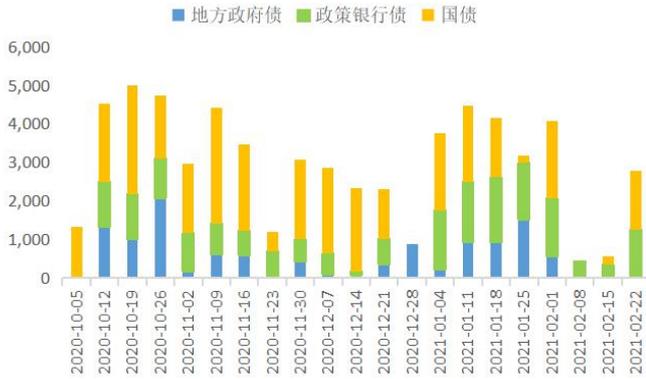
资料来源: wind, 一德期货

图 2: 同业存单发行利率 (%)



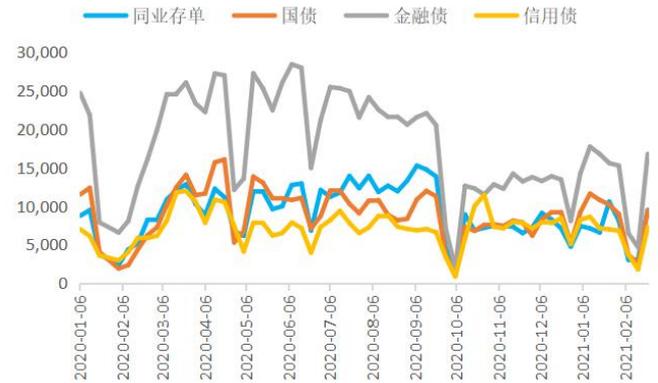
资料来源: wind, 一德期货

图 3: 利率债周度发行量 (亿元)



资料来源: wind, 一德期货

图 4: 现券成交金额 (亿元)



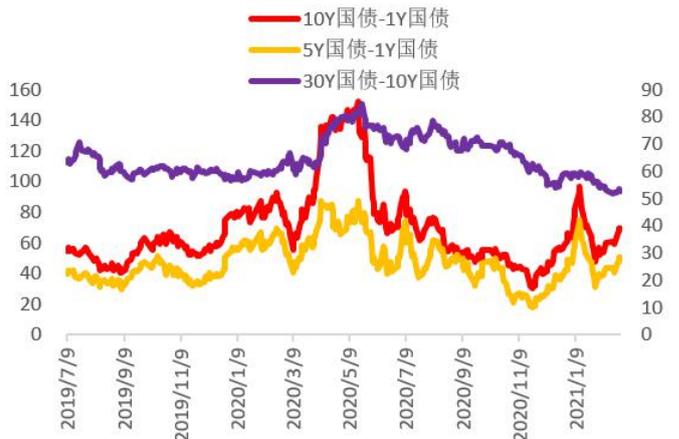
资料来源: wind, 一德期货

图 5: 十年国债收益率 (%)



资料来源: wind, 一德期货

图 6: 国债期限利差 (BP)



资料来源: wind, 一德期货

图 7：主要期限国债和信用债收益率（%）

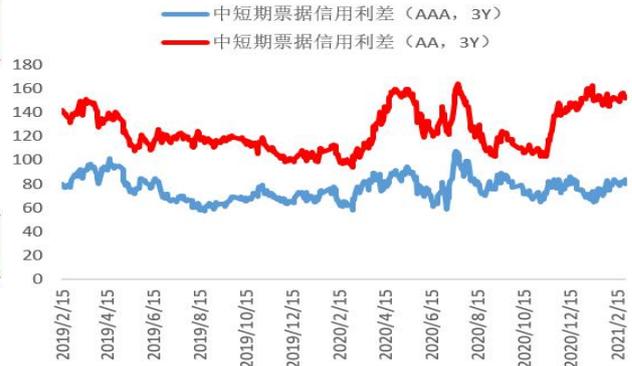
期限	国债			国开债		
	收益率	周涨跌 (BP)	20日涨跌 (BP)	收益率	周涨跌 (BP)	20日涨跌 (BP)
1Y	2.5942	-7.96	16.48	2.7069	-3.74	16.96
3Y	2.8982	0.14	14.28	3.2109	-8.89	17.83
5Y	3.0999	1.97	16.39	3.4499	-3.95	21.13
7Y	3.2627	3.81	14.5	3.5606	-2	13.4
10Y	3.2851	1.82	16.37	3.75	0.01	23.22

期限	AAA中短期票据			AA中短期票据		
	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	3.2363	-4.04	-24.82	3.7934	-0.41	15.93
3Y	3.6979	-1.83	17.81	4.415	-3.01	11.9
5Y	3.855	-2.18	13.52	4.7018	-9.91	0.21

资料来源：wind，一德期货

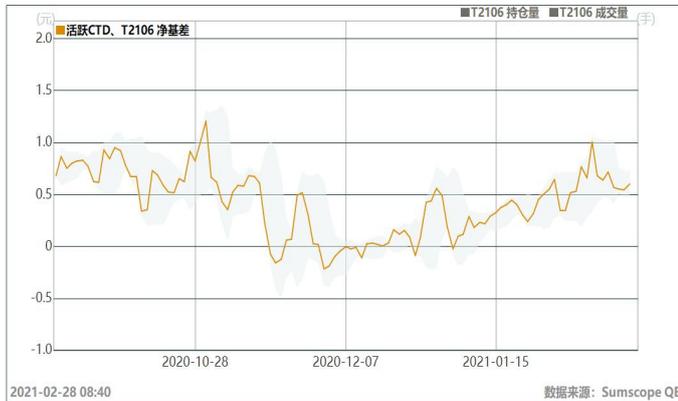
图 8：信用利差（BP）



资料来源：wind，一德期货

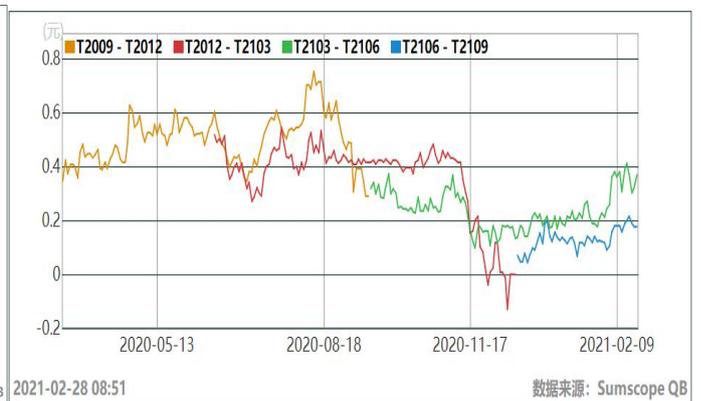
#### 四、期货数据跟踪

图 9：十年期国债期货主力净基差（元）



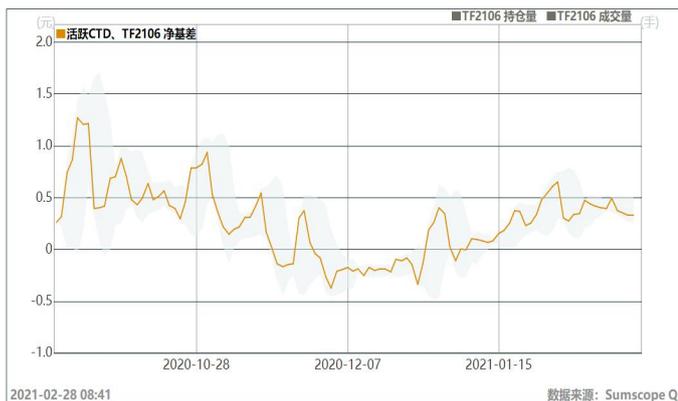
资料来源：森浦咨询

图 10：十年期国债期货跨期价差（元）



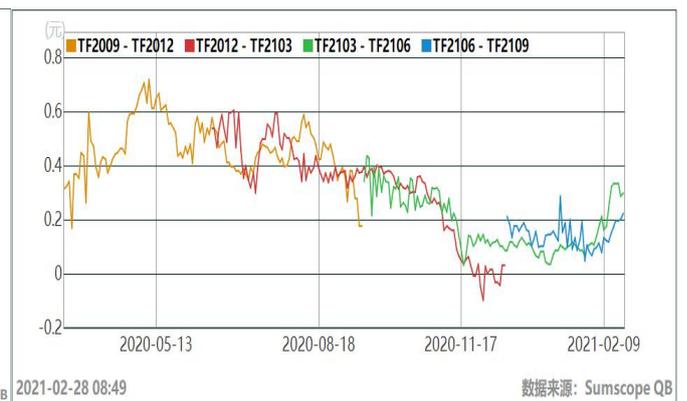
资料来源：森浦咨询

图 11：五年期国债期货主力净基差（元）



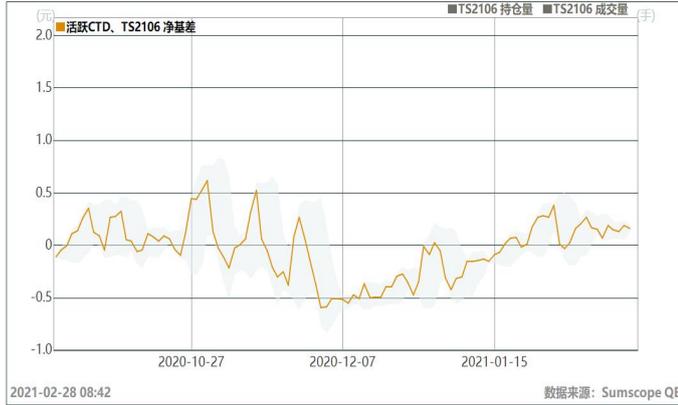
资料来源：森浦咨询

图 12：五年期国债期货跨期价差（元）



资料来源：森浦咨询

图 11：两年期国债期货主力净基差（元）



资料来源：森浦咨询

图 15：国债现货期限利差（BP）



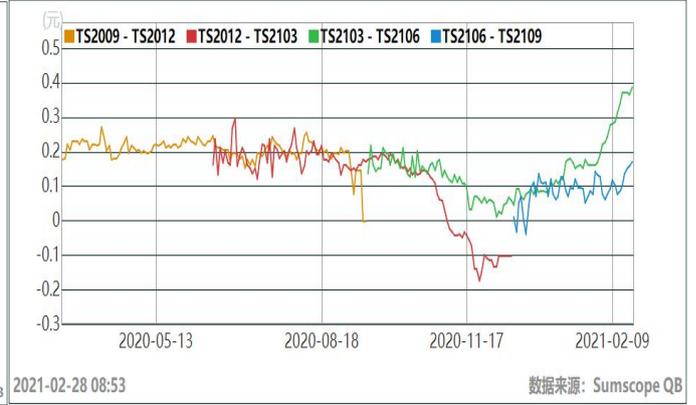
资料来源：wind，一德期货

图 17：国债期货 10 年-2 年利差（BP）



资料来源：wind，一德期货

图 12：两年期国债期货跨期价差（元）



资料来源：森浦咨询

图 16：国债期货 5 年-2 年利差（BP）



资料来源：wind，一德期货

图 18：国债期货 10 年-5 年利差（BP）



资料来源：wind，一德期货

## 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