

国债期货周报：2020 年 9 月 13 日

期债反弹之后回落

摘要：

本周的国债期货市场在周五之前受了央行连续 4 天净投放，流动性重回宽松，股市大幅回调等因素的影响明显反弹，十年期国债现券收益率也迅速回落至 3.07% 附近。但是进入周五由于 8 月金融数据整体好于预期，股市反弹，30 年期国债中标结果不理想，期债又明显回调。对当前的债市而言，经济基本面继续企稳，货币政策短期内难以加大宽松力度，银行中长期资金成本较高，9 月利率债一级市场供给维持高位等因素使得债券收益率持续下行的基础并不存在。但另一方面，目前的债券收益率水平已经基本回到 2019 年底的水平，配置价值还是存在的，预计收益率同样不具备大幅上行的基础。期债单边机会不明显，仍然将维持弱势震荡。

操作建议：

操作上，继续推荐多 TF 空 T 套利组合。

国债期货周报

作者姓名: 何熙

hexi@csc.com.cn

电话: 023-81157284

期货投资咨询号: Z0014559

研究助理: 王锴

wangkaiah@csc.com.cn

电话: 021-58304077

期货从业证书号: F3075456

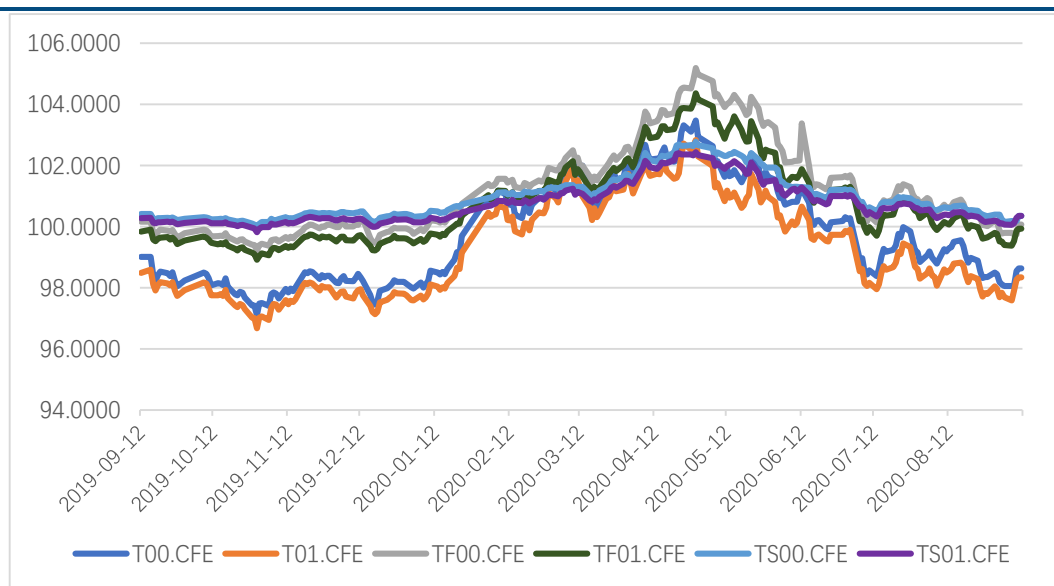
一、本周行情综述

表 1：当季、下季合约行情概况

合约代码	周收盘价	周涨跌幅	移动 20 日均价	移动 20 日布林带上轨	移动 20 日布林带下轨	成交量	成交量变化	持仓量	持仓量变化
T2009.CFE	98.64	0.59	98.35	98.82	97.88	48	-399	0	-22
T2012.CFE	97.86	0.17	97.78	97.92	97.64	321444	33813	100300	-1183
TF2009.CFE	100.08	0.28	99.97	100.20	99.73	205	-21	0	-129
TF2012.CFE	99.74	0.34	99.60	99.88	99.31	142076	33157	57999	5679
TS2009.CFE	100.36	0.20	100.28	100.47	100.10	31	-21	0	-237
TS2012.CFE	100.27	0.20	100.17	100.33	100.00	46208	12851	20215	2213

数据来源：wind—中信建投期货

图 1：国债期货合约近期走势



数据来源：wind—中信建投期货

二、宏观基本面

本周公布的8月份通胀数据显示，中国8月CPI同比上涨2.4%，预期涨2.4%，前值涨2.7%，PPI同比下降2%，预期降2%，前值降2.4%，总体上看短期内通胀压力不大，不至于对货币政策产生明显的影响。统计局解读8月通胀数据称8月份市场供需总体平衡，猪肉供给有所改善，价格同比涨幅回落33.1个百分点，环比涨幅回落9.1个百分点，鸡肉和鸭肉价格近三年来首次同比下降；工业生产持续向好，市场需求继续恢复，国内工业品价格继续回升。

8月份广义货币（M2）余额213.68万亿元，同比增长10.4%，增速比上月末低0.3个百分点，比上年同期高2.2个百分点；8月份人民币贷款增加1.28万亿元，同比多增694亿元；社会融资规模增量为3.58万亿元，比上年同期多1.39万亿元。8月社融环比、同比均大幅多增，各分项中，政府债券、投向实体经济的人民币贷款和表外票据融资多增幅度较大，尤其是政府债券在地方政府专项债发行放量拉动下，成为8月带动社融扩张的主要力量，带动存量社融增速创下近30个月来的新高。总体而言，当前宽信贷政策仍然在延续。

我们从高频基本面因子数据库中动态筛选出以下指标情况：

表2：宏观基本面因子

指标名称	当周数值	周涨跌幅%	历史分位数	10年期收益率滚动相关性
菜篮子产品批发价格200指数	125.60	0.01	0.88	-0.47
市场价:螺纹钢:HRB400 Φ16-25mm:全国	3759.00	-0.02	0.19	0.75
市场价:角钢:5#:全国	3897.20	-0.25	0.16	0.86
市场价:石油苯(工业级):全国	3368.90	-1.29	0.07	0.64
市场价:尿素(小颗粒):全国	1728.60	-1.97	0.09	0.88
房屋新开工面积:累计值	120031.54	0.00	0.47	0.28
平均价:猪肉:全国	56.00	-0.16	0.90	-0.76
中信行业指数:炼焦煤	1799.94	0.05	0.52	0.53
宏观基本面评分(0~10) (国债利空~利多)	6			

数据来源：wind—中信建投期货

三、资金面流动性

本周央行公开市场有 3900 亿元逆回购到期，央行累计进行了 6200 亿元逆回购操作，因此本周净投放 2300 亿元。周一至周四央行连续进行公开市场净投放，银行间市场流动性重回宽松，DR001 利率下行至 1.34%。总体而言，虽然近期央行的净投放暂时缓解了银行的短期流动性压力，但中长期资金仍然较为紧张，一年期的同业存单发行利率仍然维持在 3%左右的高位。下周需密切关注本月 MLF 的续作情况。

我们从高频基本面因子数据库中动态筛选出以下指标情况：

表 3：资金面流动性因子

指标名称	当周数值	周涨跌幅%	历史分位数	10 年期收益率移动相关性
DR007	2.05	-6.32	0.12	0.77
DR001	1.34	-35.27	0.09	0.63
R001	1.39	-34.56	0.09	0.63
R007:加权平均	4.05	-4.99	0.37	-0.10
GC001:加权平均	1.96	-14.09	0.14	0.42
GC007:加权平均	2.23	-7.97	0.15	0.55
SHIBOR:隔夜	1.34	-36.01	0.13	0.64
SHIBOR:1 周	2.13	-3.32	0.13	0.81
美元指数	93.40	0.81	0.19	-0.75
资金面评分(0~10)(国债利空~利多)	5			

数据来源：wind—中信建投期货

四、商业银行投资者行为

商业银行债券投资的因素分为监管因素和资产策略。监管因素可以归结为央行管控和银监会监管两个方面，资产策略则是商业银行权衡各类资产收益率和成本率的结果。

我们从高频基本面因子数据库中动态筛选出以下指标情况：

表 4：商业银行投资行为因子

指标名称	当周数值	周涨跌幅%	历史分位数	10 年期收益率移动相关性
国债-国开债到期收益率:10 年	-0.54	-4.57	0.22	-0.85
国债-铁道债到期收益率:10 年	-0.67	4.47	0.23	-0.78
国债-企业债到期收益率(AAA):10 年	-1.14	1.65	0.27	-0.58
国债-政府支持机构债到期收益率:10 年	-0.85	-0.62	0.29	-0.65
投资者行为评分(0~10) (国债利多~利空)	6			

数据来源：wind—中信建投期货

五、国债期现行情

在基差趋势变动过程中，需要在基差上行或下行后及时平仓止盈，这对现券市场和期货市场的流动性要求更高，同时要考虑交易成本的高低，通常情况下选择成交量较大的活跃券的基差进行交易，一般选择成交量较大，即活跃券的基差进行交易，方便建仓和平仓，而当年新券和次年券的活跃度较好。此外基差交易中现券与期货的推荐建仓面值比例为 1：CF（基差=现券净价-期货价格*CF）

图 2：2 年、5 年和 10 年期国债期货当前最廉基差走势

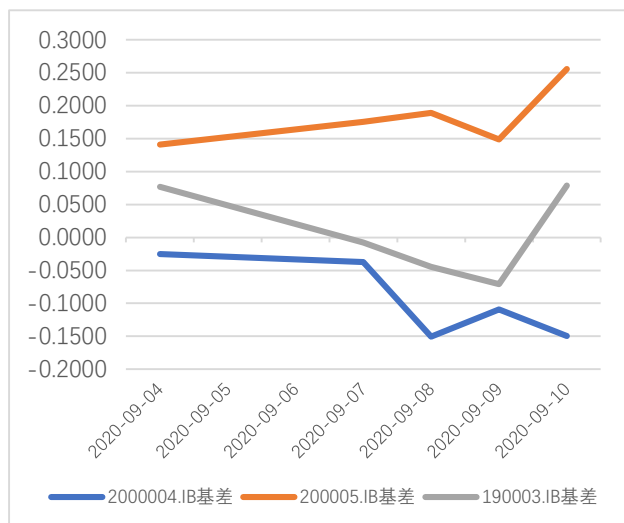
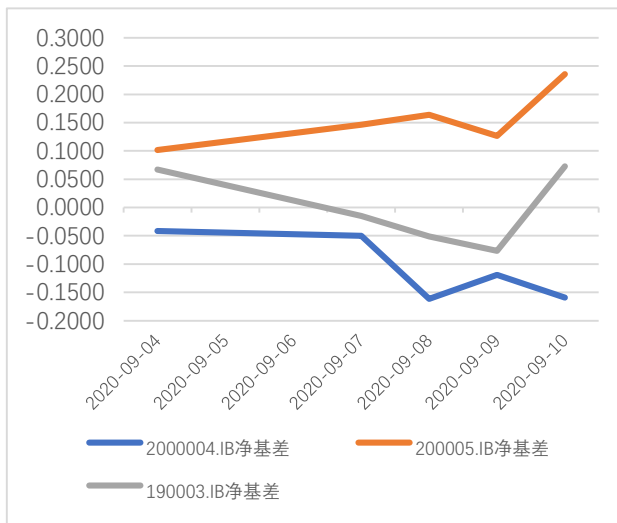


图 3：2 年、5 年和 10 年期国债期货当前最廉净基差走势



数据来源：wind—中信建投期货

图 4：2 年、5 年和 10 年期国债期货最廉到期收益率走势

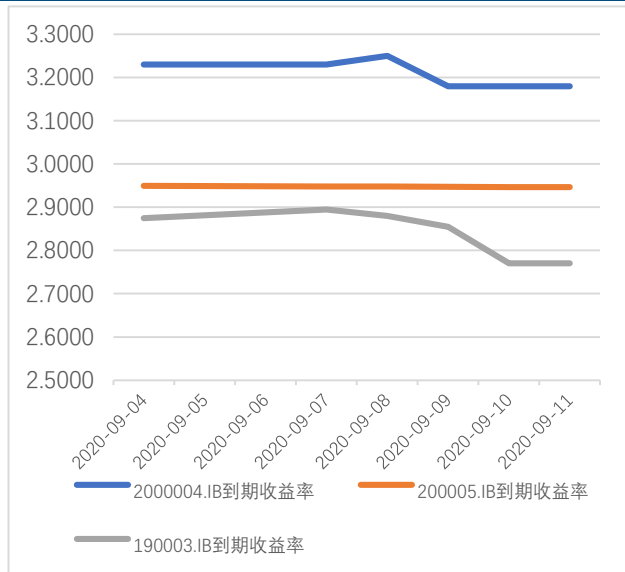
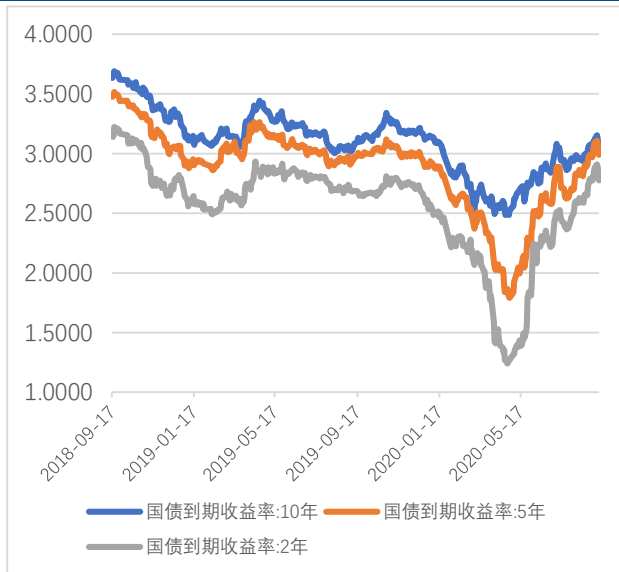


图 5：2 年、5 年和 10 年期国债到期收益率走势



数据来源：wind—中信建投期货

六、套期保值策略

套期保值策略的效果主要受以下因素影响：期现的相关性较为稳定，能够被套保比率和合约价格波动充分反映。基差风险，对可交割国债和金融债等利率债的套保来说，特别是在基差位于高位，IRR 负值绝对值较大时（存在反向套利机会），空头套保面临基差回落的风险。对信用债的套保来说，还有信用利差风险和流动性风险，即在无风险利率变动的同时，伴随信用利差的收窄或者走扩，回归系数 β 不能再进行较好的调节，需要进行套保择时。

图 6：主力合约与现券指数移动相关性

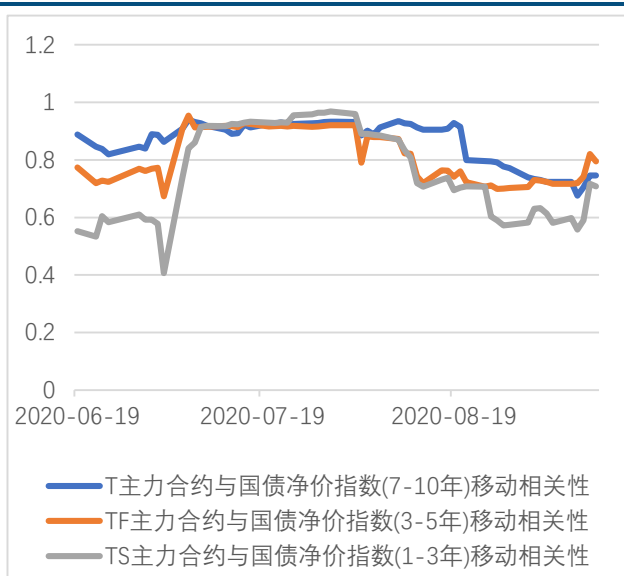
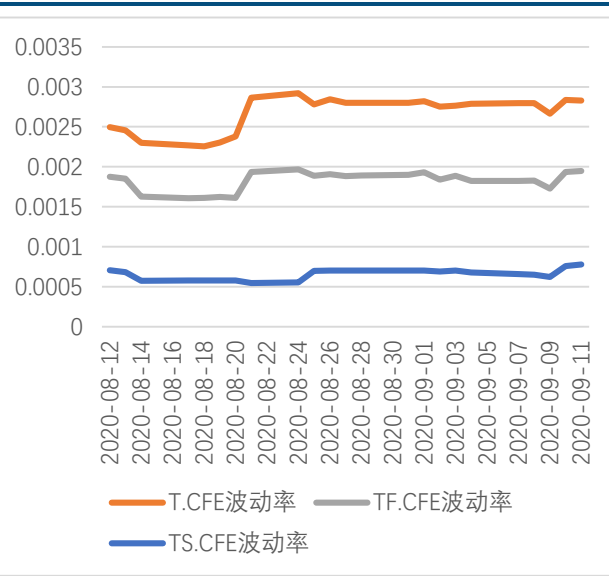


图 7：主力合约 20 日波动率



数据来源：wind—中信建投期货

我们的择时对冲策略周频调仓，聚焦较大波动的行情。待选因子按照基本面逻辑回溯梳理，模型拟合具有一定可解释性，因子权重更新调整。周频信号可与日内策略相结合，提高管理现货风险的主动性和多样性。持仓间歇期可产生额外投资收益，保证流动性。（详情参见即将发布的建投套期保值专题报告）

我们对前文宏观基本面、资金面以及商业银行投资行为三个方面所列出的因子进行处理后，运用集成学习算法 Adaboost 模型建模，产生周频的择时信号如下：

表 5：择时对冲策略

宏观基本面评分(0~10)	6
资金面流动性(0~10)	5
商业银行投资者行为(0~10)	6
T 主力合约周跌幅超过 1.5%概率	41.34%
TF 主力合约周跌幅超过 1.5%概率	43.98%

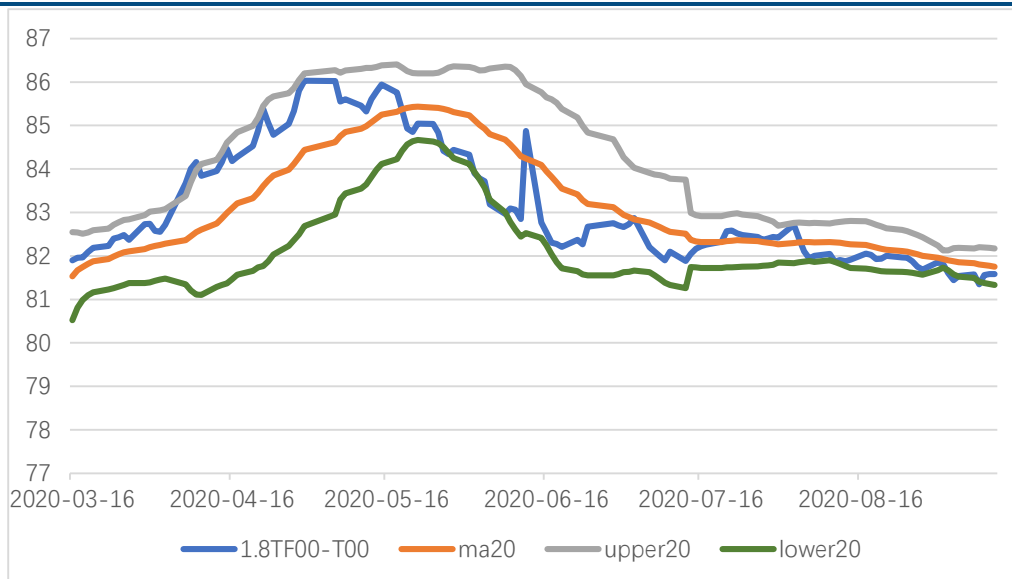
七、跨品种套利策略（利和 1 号）

上世界 80 年代 Nelson 和 Siegel 提出了一个用参数表示的瞬时远期利率的函数，该模型将利率期限结构分解为水平、斜率和曲率三个部分，分别可以解释实际中的远期利率市场预期、债券的风险溢价以及凸性偏离。该模型只使用三个 β 参数，具有更高的灵活度来拟合不同类型的收益率曲线：

$$R(t) = \beta_0 + \beta_1 \frac{1 - e^{-t/\tau}}{t/\tau} + \beta_2 \left(\frac{1 - e^{-t/\tau}}{t/\tau} - e^{-t/\tau} \right)$$

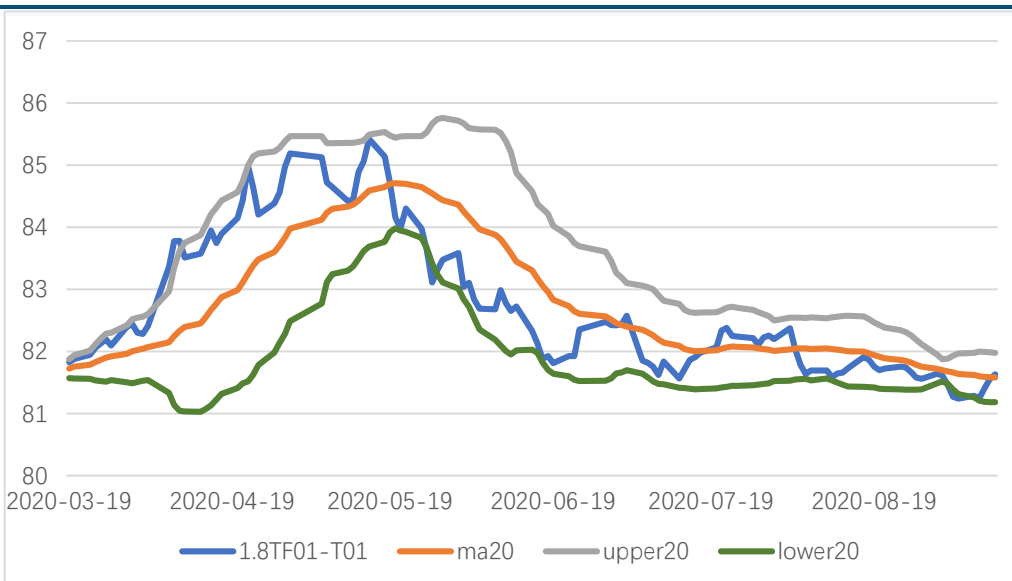
我们采用 PCA 主成分分析、最大方差化因子旋转法结合 logistic 回归构建上述的三因子模型，信号分为三类 ‘1’ 即利差较大可能降低，‘0’ 即利差变动趋势不确定或维持振荡，‘-1’ 即利差较大可能上升。同时我们运用趋势回归模型过滤信号，信号共振时操作。实际操作中采用久期中性配比调整 10-5Y 价差，即 1:1.8 的比例。（详情参见 建投专题《Nelson-Siegel 模型在我国国债期货市场跨品种套利中的应用》）。

图 8：久期调整后的当季合约价差



数据来源：wind—中信建投期货

图 9：久期调整后的下季合约价差



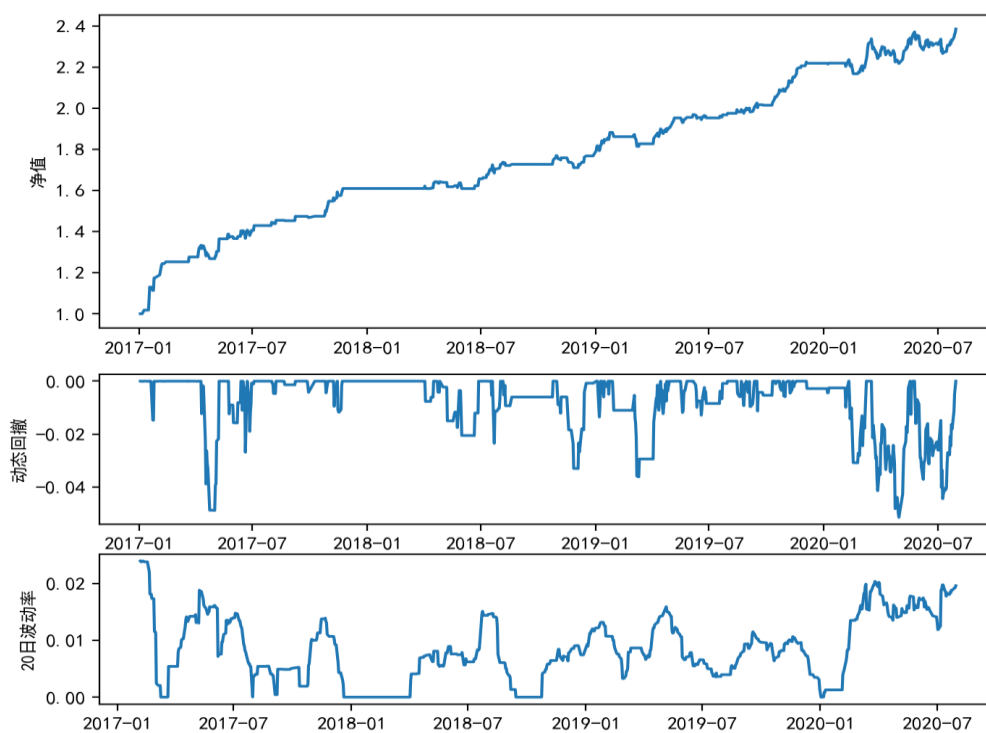
数据来源：wind—中信建投期货

表 6：一周信号回顾

日期	N-S 模型信号	趋势回归信号	预测信号	实际价差变化
9 月 7 日	0	-1	中性	0.117
9 月 8 日	0	1	中性	0.098
9 月 9 日	1	1	偏多	0.106
9 月 10 日	1	1	偏多	-
9 月 11 日	1	0	偏多	-

数据来源：wind—中信建投期货

图 10：收益表现跟踪



四、后市展望与操作建议

本周的国债期货市场在周五之前受了央行连续 4 天净投放，流动性重回宽松，股市大幅回调等因素的影响明显反弹，十年期国债现券收益率也迅速回落至 3.07% 附近。但是进入周五由于 8 月金融数据整体好于预期，股市反弹，30 年期国债中标结果不理想，期债又明显回调。对当前的债市而言，经济基本面继续企稳，货币政策短期内难以加大宽松力度，银行中长期资金成本较高，9 月利率债一级市场供给维持高位等因素使得债券收益率持续下行的基础并不存在。但另一方面，目前的债券收益率水平已经基本回到 2019 年底的水平，配置价值还是存在的，预计收益率同样不具备大幅上行的基础。期债单边机会不明显，仍然将维持弱势震荡。操作上，继续推荐多 TF 空 T 套利组合。

联系我们

中信建投期货总部

地址：重庆市渝中区中山三路107号上站大楼平街11-B，名义层11-A，8-B4, C

电话：023-86769605

中信建投期货有限公司上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦电路 490 号，世纪大道 1589 号 8 楼 10-11

单元

电话：021-68765927

中信建投期货有限公司湖南分公司

地址：长沙市芙蓉区五一大道 800 号中隆国际大厦 903

电话：0731-82681681

南昌营业部

地址：南昌市红谷滩新区红谷中大道 998 号绿地中央广场 A1#办公楼-3404 室

电话：0791-82082702

中信建投期货有限公司河北分公司

地址：廊坊市广阳区吉祥小区 20-11 门市一至三层、20-1-12 号门市第三层。

电话：0316-2326908

漳州营业部

地址：漳州市龙文区九龙大道以东漳州碧湖万达广场 A2 地块 9 幢 1203 号

电话：0596-6161588

西安营业部

地址：西安市高新区高新路 56 号电信广场裙楼 6 层北侧 6G

电话：029-89384301

北京朝阳门北大街营业部

地址：北京市东城区朝阳门北大街 6 号首创大厦 207 室

电话：010-85282866

北京北三环西路营业部

地址：北京市海淀区中关村南大街 6 号 9 层 912

电话：010-82129971

武汉营业部

地址：武汉市江汉区香港路 193 号中华城 A 写字楼（阳光城·央座）1306/07 室

电话：027-59909521

中信建投期货有限公司杭州分公司

地址：杭州市上城区庆春路 137 号华都大厦 811、812 室

电话：0571-28056983

太原营业部

地址：太原市小店区长治路 103 号阳光国际商务中心 A 座 902 室

电话：0351-8366898

北京国贸营业部

地址：北京市朝阳区光华路 8 号和乔大厦 A 座向东 20 米

电话：010-85951101

中信建投期货有限公司济南分公司

地址：济南市历下区冻源大街 150 号中信广场 A 座十层 1016、1018、1020 室

电话：0531-85180636

中信建投期货有限公司大连分公司

地址：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

2901、2904、2905 室

电话：0411-84806316

中信建投期货有限公司河南分公司

地址：郑州市未来大道 69 号未来大厦 2205、2211、1910 房

电话：0371-65612397

广州东风中路营业部

地址：广州市越秀区东风中路 410 号时代地产中心 20 层自编 2004-05 房

电话：020-28325286

重庆龙山一路营业部

地址：重庆市渝北区龙山街道龙山一路 5 号扬子江商务小区 4 幢 24-1

电话：023-88502020

成都营业部

地址：成都市武侯区科华北路 62 号（力宝大厦）1 栋 2 单元 18 层 2、3 号

电话：028-62818701

中信建投期货有限公司深圳分公司

地址：深圳市福田区深南大道和泰然大道交汇处绿景纪元大厦 111

电话：0755-33378759

上海徐汇营业部

地址：上海市徐汇区斜土路 2899 甲号 1 幢 1601 室

电话：021-64040178

南京营业部

地址：南京市黄埔路 2 号黄埔大厦 11 层 D1、D2 座

电话：025-86951881

中信建投期货有限公司宁波分公司

地址：浙江省宁波市鄞州区和济街 180 号国际金融中心 F 座 1809 室

电话：0574-89071681

合肥营业部

地址：合肥市包河区马鞍山路 130 号万达广场 C 区 6 幢 1903、1904、1905 电话：

0551-2889767

广州黄埔大道营业部

地址：广州市天河区黄埔大道西 100 号富力盈泰大厦 B 座 1406

电话：020-22922102

上海浦东营业部

地址：上海自由贸易试验区世纪大道 1777 号 3 楼 F1 室

电话：021-68597013

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中信建投期货力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com