

国债期货周报：2020 年 9 月 20 日

## 国债期货周报

### 期债有所反弹

#### 摘要：

本周公布的 8 月经济数据显示，目前经济基本面仍然向好，央行此时没有很大的动力加大宽松力度，大概率延续目前随行就市的操作，通过短期限公开市场操作调节流动性。8 月的社融和新增贷款数据显示宽信贷政策还在延续。同业存单利率在经历了之前几个月的迅速上涨之后，目前有小幅的回落，以 1 年期 AAA 同业存单为例，目前小幅回落至 2.99% 附近。虽然从趋势上看，暂时止住了上行的势头，但是该价格仍然高于同期限 MLF 利率，商业银行中长期的资金成本依旧不低。对债市而言，无论是经济的向好，央行短期难以重启宽松政策，银行中长期负债成本较高始终制约着债券收益率的重新下行。但与此同时，十年期国债现券收益率回到 2019 年的水平之后，叠加 9 月下旬之后一级市场利率债供给力度减弱，短期债券收益率要继续大幅上行的可能性也不大。

#### 操作建议：

操作上，期债不存在明显趋势性的机会建议观望为主。

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

wangkaiqh@csc.com.cn

电话：021-58304077

期货从业证书号：F3075456

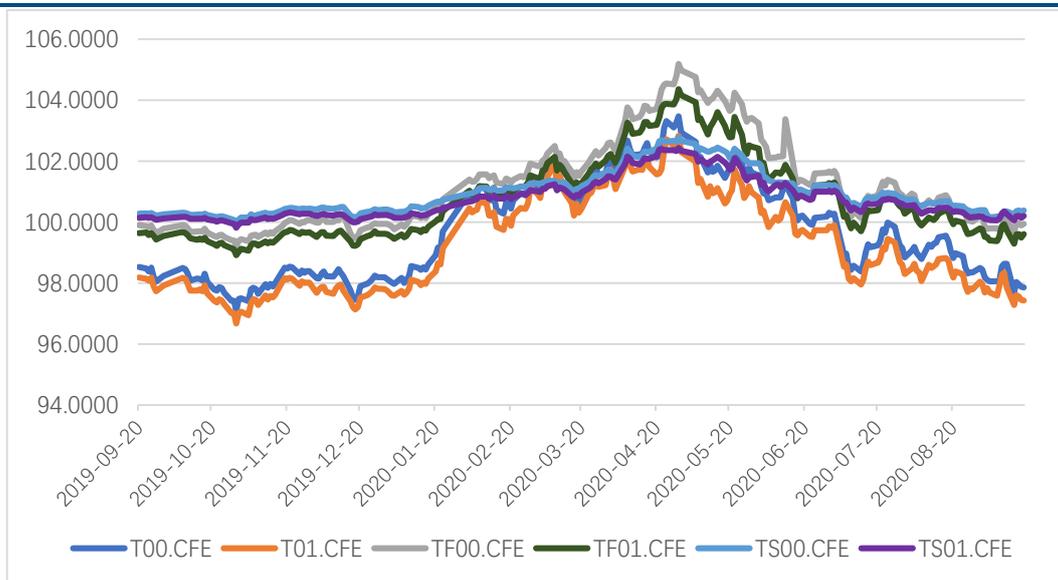
## 一、本周行情综述

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	97.87	-0.78	98.19	98.84	97.53	322938	322890	102919	102919
T2012.CFE	97.43	-0.44	97.66	98.01	97.31	3906	-317538	2843	-97457
TF2009.CFE	99.95	-0.12	99.94	100.17	99.72	127743	127538	56291	56291
TF2012.CFE	99.61	-0.13	99.58	99.86	99.30	1783	-140293	976	-57023
TS2009.CFE	100.39	0.03	100.30	100.51	100.09	35640	35609	20503	20503
TS2012.CFE	100.21	-0.06	100.18	100.35	100.02	815	-45393	683	-19532

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

8 月份规模以上工业增加值同比增 5.6%，预期 5.3%，前值 4.8%，1-8 月规模以上工业增加值同比增长 0.4%，累计增速由负转正。1-8 月固定资产投资（不含农户）同比降 0.3%，预期降 0.4%，1-7 月降 1.6%。中国 8 月社会消费品零售总额 33571 亿元，同比增 0.5%，为今年以来首次正增长，前值降 1.1%。中国 1-8 月房地产开发投资 88454 亿元，同比增长 4.6%，增速比 1-7 月提高 1.2 个百分点，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比下降 0.3%，降幅比 1—7 月份收窄 0.7 个百分点。8 月城镇调查失业率下降至 5.6%。总体而言，经济复苏的进程仍然在持续，目前看不到经济重新边际走弱的迹象。

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	124.82	-0.42	0.86	-0.47
市场价:螺纹钢:HRB400 Φ16-25mm:全国	3787.70	0.76	0.29	0.75
市场价:角钢:5#:全国	3929.60	0.83	0.20	0.86
市场价:石油苯(工业级):全国	3453.60	2.51	0.11	0.63
市场价:尿素(小颗粒):全国	1728.10	-0.03	0.07	0.88
房屋新开工面积:累计值	139916.96	4.14	0.58	0.27
平均价:猪肉:全国	55.65	-0.63	0.88	-0.76
中信行业指数:炼焦煤	1777.61	3.13	0.66	0.52
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

本周央行公开市场累计进行了 4800 亿逆回购和 6000 亿元 MLF 操作，本周有 6200 亿元逆回购、2000 亿元

MLF 和 500 亿元国库现金定存到期，因此本周央行公开市场全口径净投放 2100 亿元。周二 MLF 超额续作之后，市场流动性一度转向宽松，周三 DR001 利率下行至 1.40%，但是之后几日又重新收紧。随着跨季的临近，预计 9 月最后两周流动性仍然会偏紧。

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	2.20	2.04	0.20	0.77
DR001	1.79	12.08	0.23	0.63
R001	1.89	14.57	0.25	0.63
R007: 加权平均	4.16	-1.52	0.33	-0.10
GC001: 加权平均	2.67	29.61	0.84	0.43
GC007: 加权平均	2.64	14.07	0.75	0.59
SHIBOR: 隔夜	1.77	10.08	0.38	0.64
SHIBOR: 1 周	2.20	0.27	0.19	0.81
美元指数	92.91	-0.36	0.15	-0.74
资金面评分(0~10)(国债利空~利多)	4			

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，二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	-0.56	1.73	0.28	-0.85
国债-铁道债到期收益率:10年	-0.59	-2.54	0.23	-0.77
国债-企业债到期收益率(AAA):10年	-1.05	-3.06	0.29	-0.58
国债-政府支持机构债到期收益率:10年	-0.77	-6.34	0.27	-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

本周的国债现券市场上，10年期国债活跃券 200006 收益率上行 1.50 个 BP 至 3.1350%，5年期国债活跃券 200005 收益率下行 12.75 个 BP 至 2.9350%，2年期国债活跃券 190003 收益率下行 5.47 个 BP 至 2.7000%。

基差交易获利是在基差趋势变动过程中，因此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

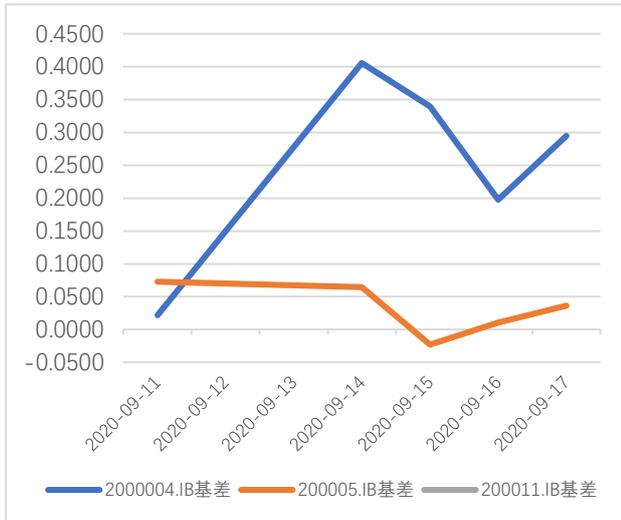
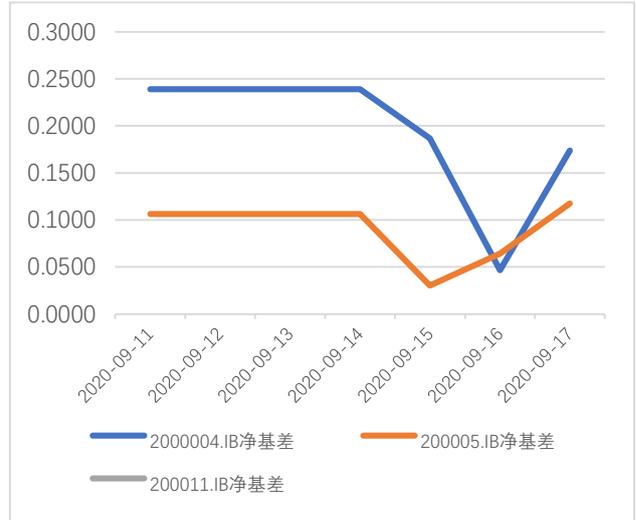


图 3：2 年、5 年和 10 年期国债期货当前最廉净基差走势



数据来源：wind—中信建投期货

图 4：2 年、5 年和 10 年期国债期货当前最廉收益率走势

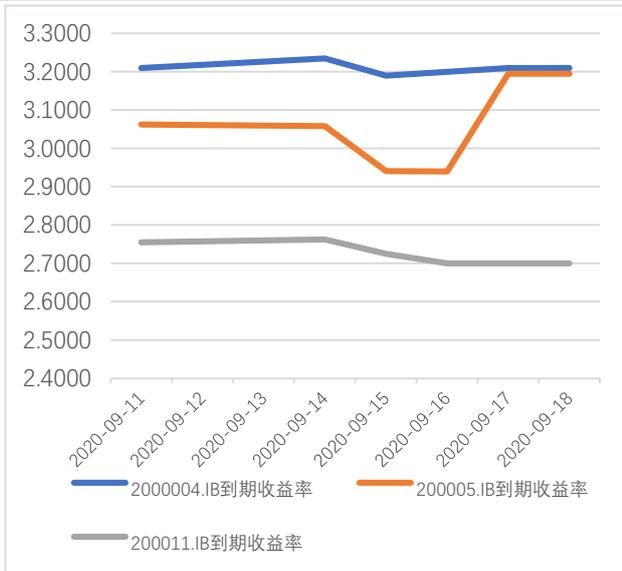


图 5：2 年、5 年和 10 年期国债到期收益率走势



数据来源：wind—中信建投期货

## 六、套期保值策略

传统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  $\beta$  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

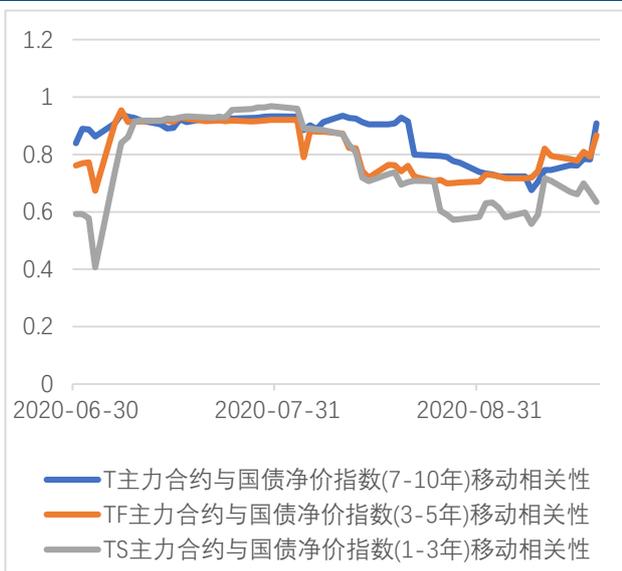
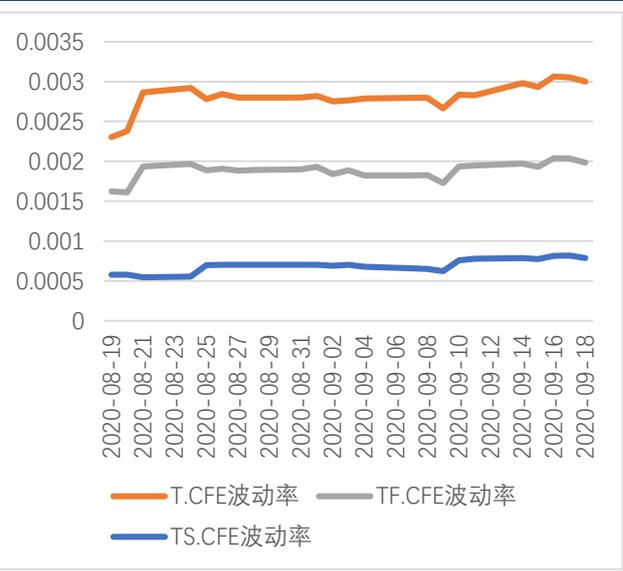


图 7：主力合约 20 日波动率



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。

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)	4
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	37.32%
TF 主力合约周跌幅超过 1.5% 概率	33.28%

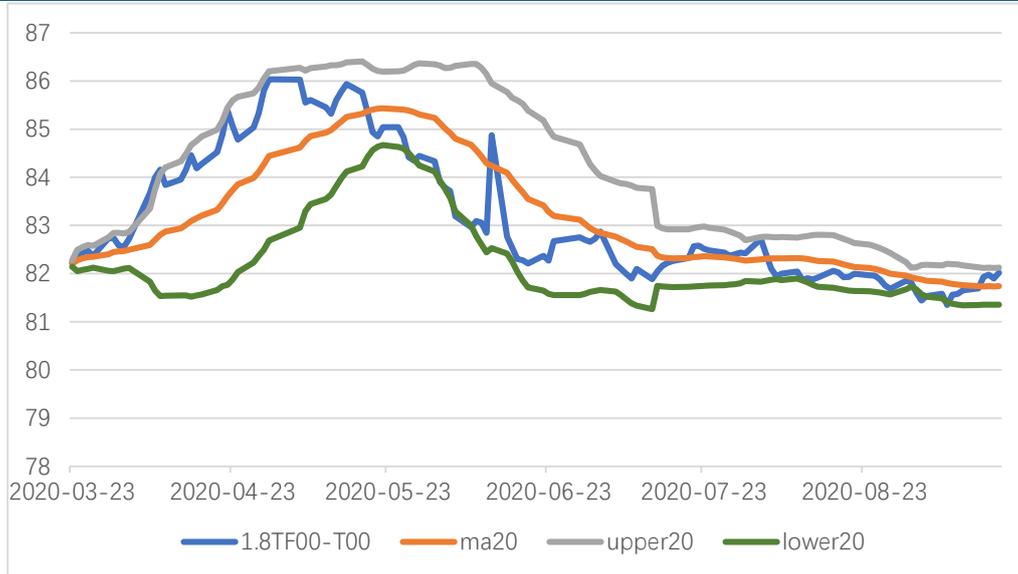
## 七、跨品种套利策略（利和 1 号）

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  $\beta$  参数，具有更高的灵活度来拟合不同类型的收益率曲线：

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

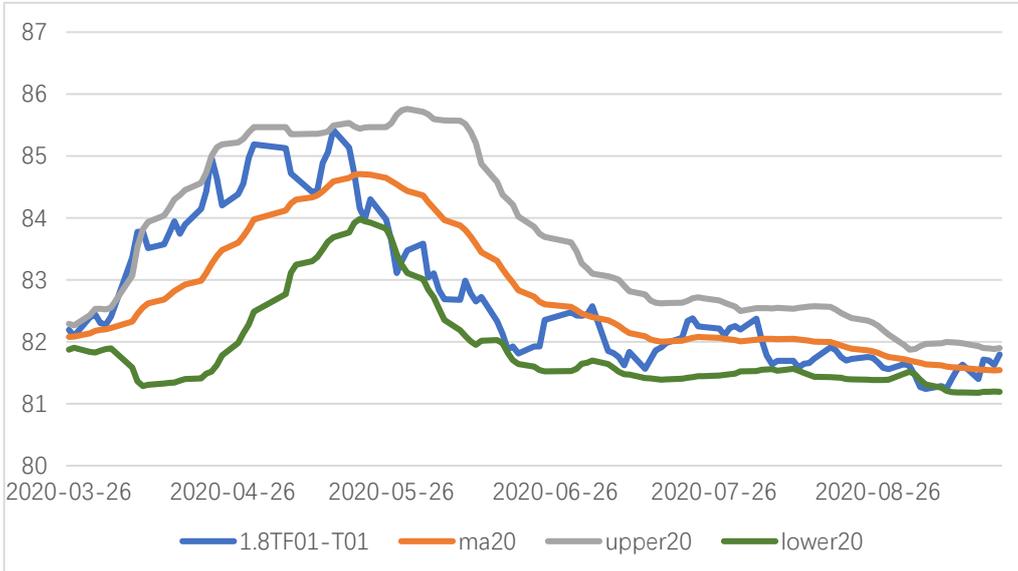
我们采用 PCA 主成分分析、最大方差化因子旋转法结合 logistic 回归构建上述的三因子模型，同时使用趋势回归模型过滤信号。根据经验法则，我们默认采用久期比率计算跨品种价差，即 1:1.8 的比例。具体预测信号请参见国债期货每日晨报。

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



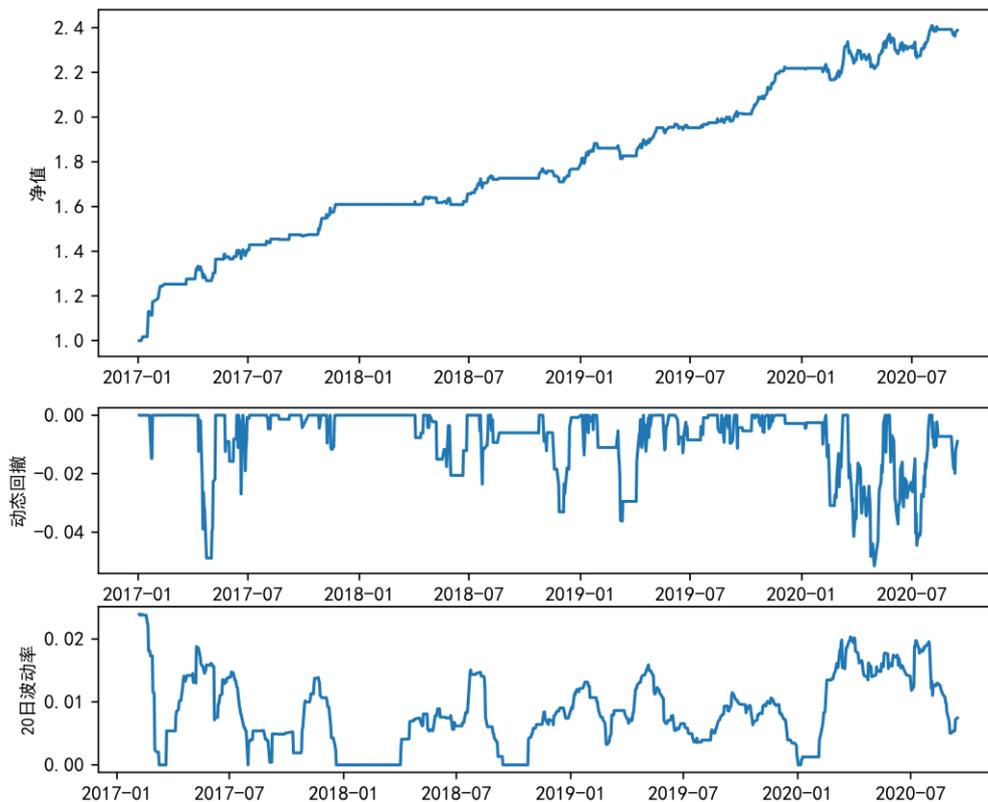
数据来源：wind—中信建投期货

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	实际值
9月14日	-1	0	偏空	0.231
9月15日	1	0	偏多	0.092
9月16日	1	-1	中性	0.017
9月17日	1	0	偏多	-
9月18日	1	-1	中性	-

数据来源：wind—中信建投期货

图 10：收益表现跟踪



## 八、后市展望与操作建议

本周公布的 8 月经济数据显示，目前经济基本面仍然向好，央行此时没有很大的动力加大宽松力度，大概率延续目前随行就市的操作，通过短期限公开市场操作调节流动性。8 月的社融和新增贷款数据显示宽信贷政策还在延续。同业存单利率在经历了之前几个月的迅速上涨之后，目前有小幅的回落，以 1 年期 AAA 同业存单为例，目前小幅回落至 2.99% 附近。虽然从趋势上看，暂时止住了上行的势头，但是该价格仍然高于同期限 MLF 利率，商业银行中长期的资金成本依旧不低。对债市而言，无论是经济的向好，央行短期难以重启宽松政策，银行中长期负债成本较高始终制约着债券收益率的重新下行。但与此同时，十年期国债现券收益率回到 2019 年的水平之后，叠加 9 月下旬之后一级市场利率债供给力度减弱，短期债券收益率要继续大幅上行的可能性也不大。操作上，期债不存在明显趋势性的机会建议观望为主。

## 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：漳州市龙文区九龙江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：济南市历下区泺源大街 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](http://www.cfc108.com)