

一 诺 千 金 德 厚 载 富

一德期货 研究报告

——（专题）——

近期国债期货深贴水，
蕴含哪些交易机会

一德期货期权部

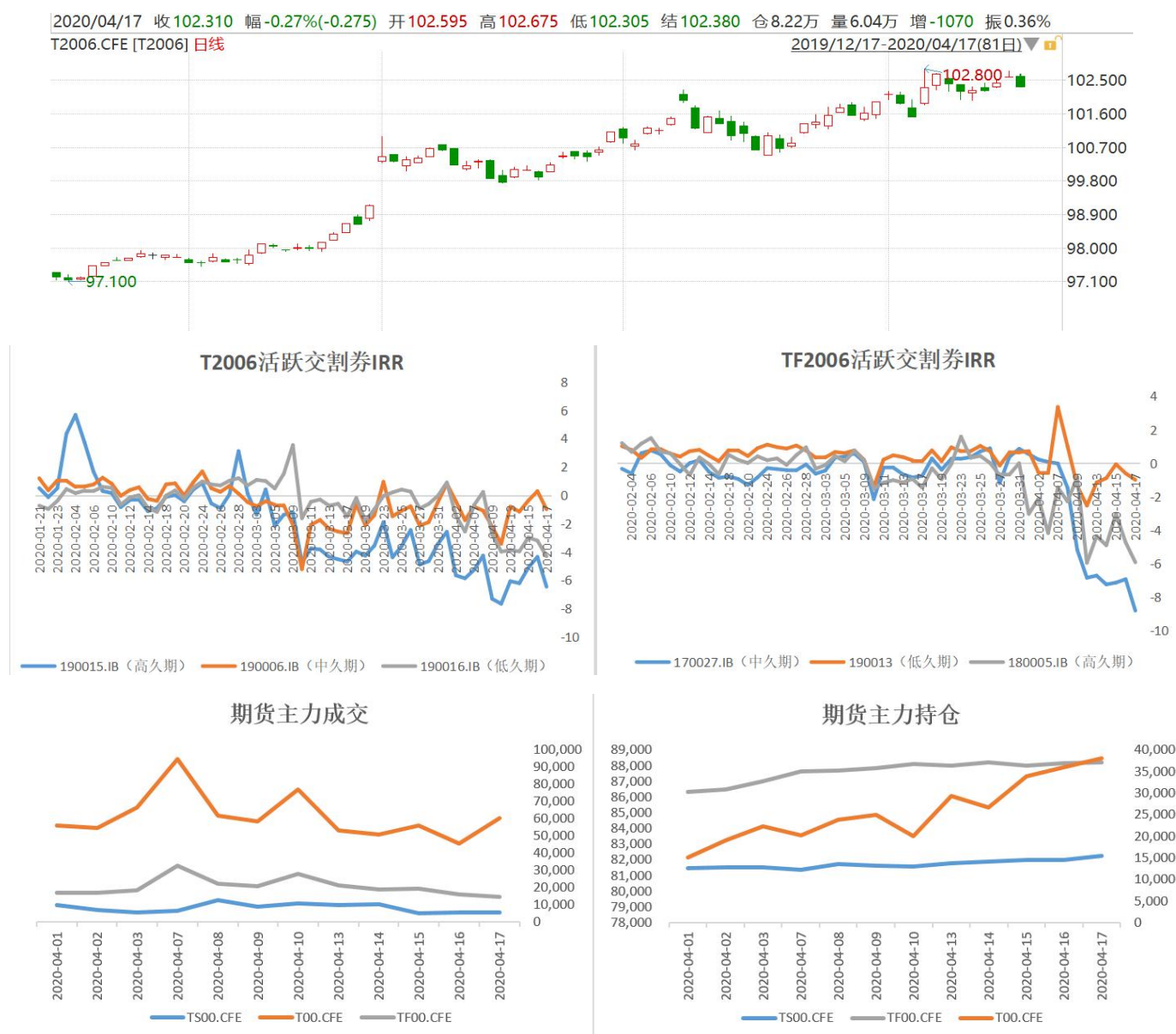
金融衍生品分析师 刘晓艺

投资咨询号：Z0012930

2020.04.18

一、事件简述

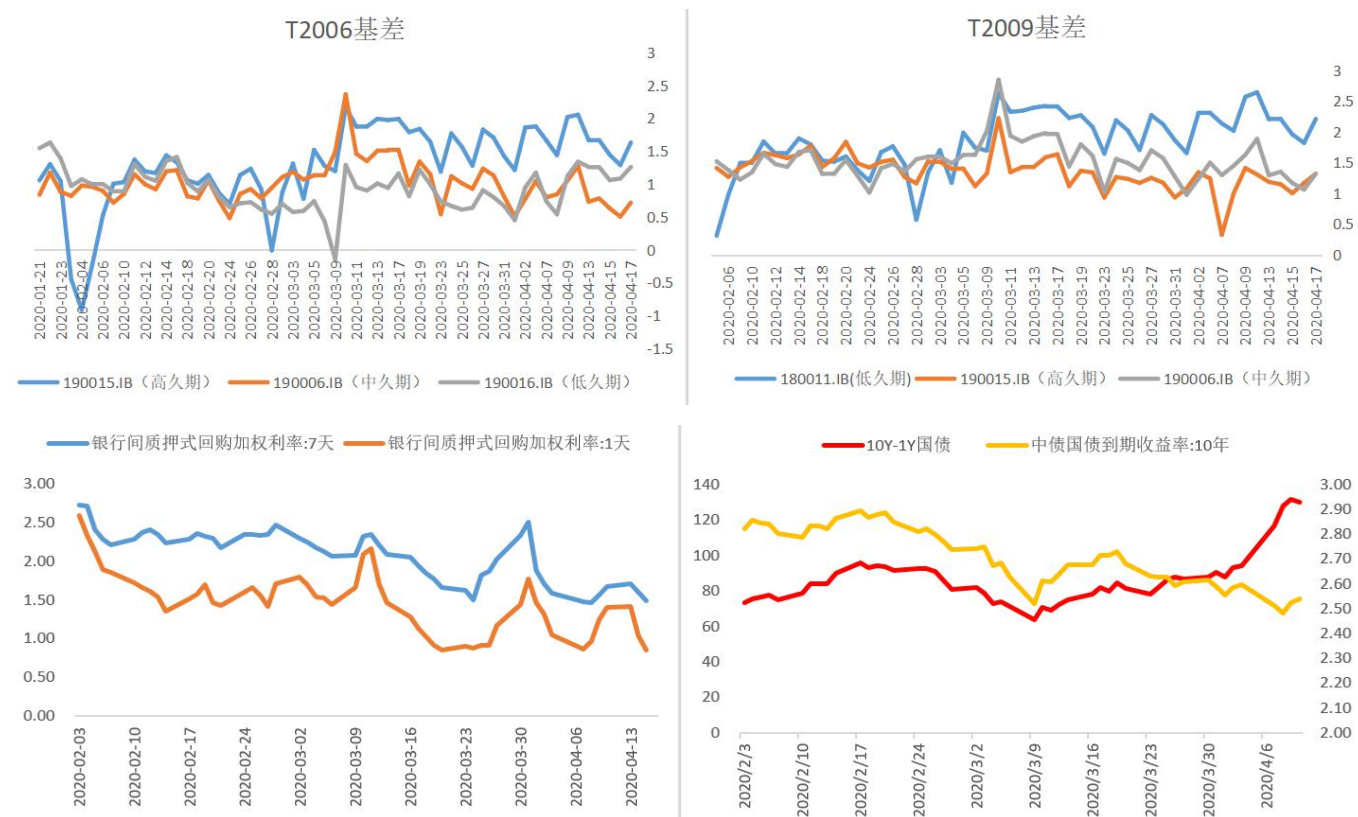
4月以来，得益于资金面的宽松，国债期货延续上涨行情，过去的两周三主力陆续创上市以来新高。伴随期价的上行，期货贴水现货的幅度不断加深。盘面上来看，在期价不断接近新高的过程中市场恐高情绪的增加，主力合约的成交持仓比整体下降，说明部分多头止盈离场可能是贴水加深的原因。期价位于历史高位情况下套保盘的介入会拉高基差，但注意到 T2009 和 TF2009 合约贴水幅度也在深，说明基差走强或另有原因。



二、本轮基差走扩的深层原因

从基差角度看，在不考虑交割期权价值的情况下，国债期货的基差相当于期货的持有成本，由于债券的是付息资产，因此这里的持有成本就是期货合约持有期的资金成本与票息收入的差值。考虑资金成本与银行间资金面关系密切，而期货交割券的期限较资金利率期限长，因此在资金利率快速下行拉大与票息利差的过程中（直观表现为曲线陡峭化）基差将逐渐走扩。如果以 R007 为观测指标，可以看到 3 月中旬资金明显下行带动 06 合约基差

走扩、期货贴水加深。本轮资金利率相对中长期利率的快速下行也带动 06-09 价差走扩，其原理在于跨期价差（当季-下季）实则为未来某一时点的基差（当季交割后变成现货，下季合约变成当季）。



日线 2020/04/17 T2006[T2006] (102.310) - T2009[T2009] (101.810) : 0.500

2020/03/16-2020/04/17(24日)



日线 2020/04/17 TF2006[TF2006] (103.655) - TF2009[TF2009] (103.155) : 0.500

2020/03/16-2020/04/17(24日)



三、市场展望及策略推荐

目前期限利差已来到历史高位，二季度货币政策延续宽松背景下，短端利率有望维持低位，但长端利率由于逆周期政策加码和经济修复节奏不定，或增加期限利差走向的不确定性。此前做陡曲线交易建议止盈离场。

短期来看，十年国债收益率多次攻击 2.5% 一线未果，无论是基本面还是技术面短期都体现出阻力，市场情绪谨慎需要特别关注可能的利空出现。4 月 17 日政治局会议对于财政和货币政策均提出了更加具体的要求（包括专项债用于扩基建方向，特别国债抗疫功能，以及货币政策明确降准和降息）。目前两会召开时间尚未确定，但从删除赤字率限定词“适当”的操作看，此前我们预估 3.5% 并非过于乐观。考虑此前剩余额度发行接近尾声，近期可能下达新一批专项债额度，利率债供给压力需要关注。如果资金面出现收敛，债市将面临回调压力，当前基差水平下期货将较现货抗跌。

考虑 2006 合约距离交割还有一个月左右时间，按照经验 4 月底基差大概率收敛，不建议做多 2006 合约基差。当前 T2006 和 TF2006 高久期活跃交割券基差均在 1.6 元，IRR 均低于 -5%，反套空间较为可观，可以介入。考虑现券流动性风险，不建议做空 TS 基差。

从套保角度看，在期价接近历史新高后，套保需求可能会增加，合约选择上更倾向于 09 合约。因此，后期 06 基差收敛以及套保需求均将带动 06-09 价差走强，跨期套利上多 06 空 09。

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