

CIFCO

策略研究·专题报告
金融·国债

中国国际期货·研发产品系列 2020 年 12 月 8 日 星期二

经济向好利空期债，流动性充裕带来波段操作机会

中期研究院

www.cifco.net

宏观金融研究团队

要点提示：

上周一（11 月 30 日）MLF 超预期投放，资金面宽裕合理，国债期货反弹上行，又因 11 月 PMI 数据向好，外加央行连续多日净回笼，期债反转回落，周五收盘小幅回升。基本面，上周宏观经济数据显示我国宏观经济运行稳步复苏，PMI 连续 9 个月处临界点以上，制造业供需两端同时发力，社消与固定资产投资同比增长均由负转正，经济全面向好对债市产生压力；货币政策后续将保持紧平衡，市场分析认为当前货币政策已回归中性，流动性充裕，12 月 MLF 待续作，若有大量投放，或有短期波段操作的可能，同业存单利率高位显示银行负债端压力犹存，对期债产生抑制。

策略：方向上期债维持偏弱震荡，超预期资金投放带来波动做多机会；期现行情，TS.CTD 券与 TF.CTD 券基差有一定正套空间，但需警惕实操对预期收益带来的损失；跨品种策略 2TF-T 处低位，期限利差有反弹空间，可做多；目前无跨期策略推荐。

一、上周国债期货市场回顾

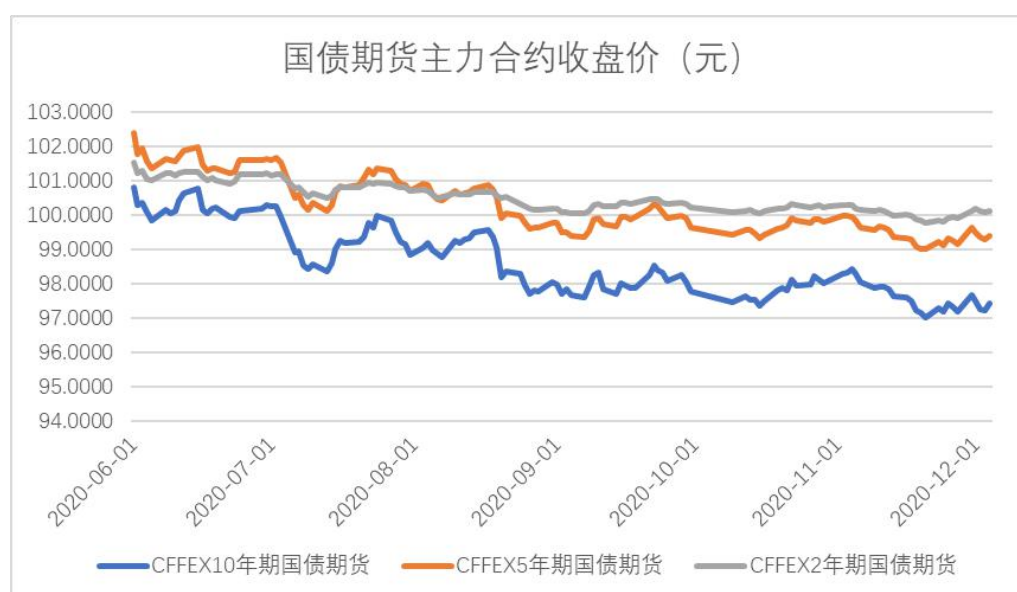
上周一（11月30日）央行意外放水2000亿元MLF操作和1500亿元逆回购操作，当日实现净投放3100亿元，债市情绪火热，国债期货当日全线收涨，十债主力上涨0.44%，各期限利率大幅下调，短端利率回落明显。后连续资金回笼，释放维稳信号，利好逐步消化，边际效应递减，叠加股市上涨，期债承压下行，周五（12月4日）小幅反弹，国债期货先强后弱，在通道内维持震荡。

表1：国债期货合约涨跌及持仓情况（11.30-12.04）

合约	周开盘价	周最高价	周最低价	周收盘价	涨跌幅	持仓量 (周)	持仓量 变化	周结算价	成交量 (周)	成交额(周) (亿元)
TS2012	99.970	100.130	99.970	100.045	0.13%	3489	-756	100.030	104	2.0805
TS2103	100.105	100.285	100.070	100.135	0.11%	16125	1556	100.135	28887	578.7063
TS2106	100.070	100.200	100.045	100.110	0.14%	423	26	100.110	469	9.3908
TF2012	99.320	99.625	99.210	99.270	0.06%	1399	-1032	99.415	285	2.8300
TF2103	99.400	99.680	99.200	99.410	0.15%	50131	2500	99.400	113586	1,129.3821
TF2106	99.260	99.515	99.105	99.305	0.17%	432	91	99.290	1439	14.2961
T2012	97.655	97.700	97.200	97.210	-0.04%	1172	-2192	97.450	105	1.0231
T2103	97.350	97.700	97.150	97.435	0.20%	106728	643	97.445	271183	2,641.2723
T2106	97.285	97.525	97.030	97.285	0.15%	2903	494	97.265	5696	55.3845

数据来源：Wind，中期研究院

图1：国债期货主力合约收盘走势



数据来源：Wind，中期研究院

二、宏观基本面

上周宏观经济数据显示我国宏观经济运行稳步复苏。经济增长方面，11月27日国家统计局公布的1至10月全国规模以上工业企业利润数据向好，累计利润同比增速本年首次由负转正，实现利润增长的行业正在扩大；30日公布的中国11月官方制造业PMI为52.1%，数据超预期且连续九个月位于临界点以上，11月财新制造业PMI创10年新高至54.9%，制造业供需两端同时发力，进出口、企业景气程度向好，制造业增速恢复；此外非制造业商务活动指数与综合PMI产出指数环比上升，巩固我国经济复苏向好态势；当前GDP平减指数为0.69，CPI、PPI同比分别为0.5与-2.1，走势平缓，通胀不明显。内需方面，10月社会消费品零售同比变化4.3%，固定资产累计投资完成额同比上涨1.8%，社消与固定资产投资同比增长均由负转正且有持续上行态势。工业生产方面，主要工业品产量同比均下滑，但环比来看，均属于恢复上行趋势。综合来看，各项数据表明经济延续好转，恢复稳定进行。

货币政策方面，央行第三季度货币政策执行报告表明态度，保持“稳健灵活适度、精准导向”，提出“不缺不溢”，市场分析认为当前货币政策已回归中性，由于信用债违约导致的市场冲击或放缓货币政策收紧的脚步，货币政策边际偏温和，叠加年底跨年资金需求，央行将适度呵护流动性。信贷方面，第三季度货币政策执行报告指出“释放改革促进降低贷款利率的潜力，综合施策推动社会融资成本明显下降”，11月20日公布的LPR自今年5月以来保持不变，1年期LPR报3.85%，5年期报4.65%；11月30日MLF投放利率维持2.95%，维持8个月不变。

三、资金面

上周资金面呈现先松后紧，周一放量后连续4日净回笼，央行累计进行了2000亿元MLF操作与2000亿元逆回购操作，同期有4300亿元逆回购到期，最终实现全口径资金净回笼300亿元，短期资金面仍相对宽松。本周将有2000亿元逆回购到期，关注后续央行公开市场操作，12月中下旬若有超额投放量，可抓住一波上涨行情。

图2：本周公开市场操作

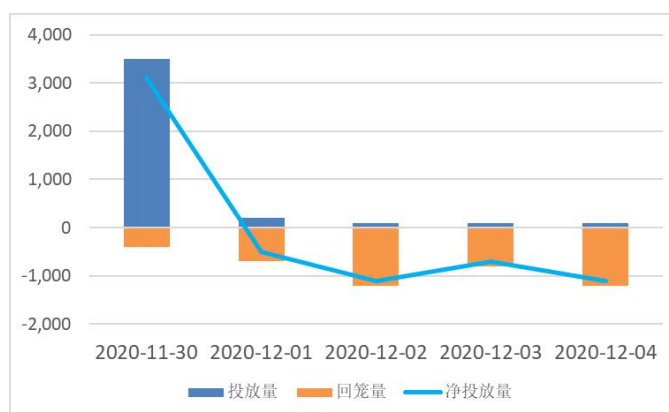
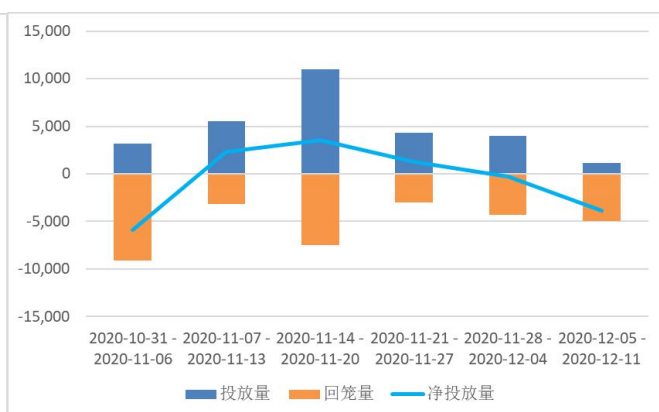


图3：近期公开市场操作

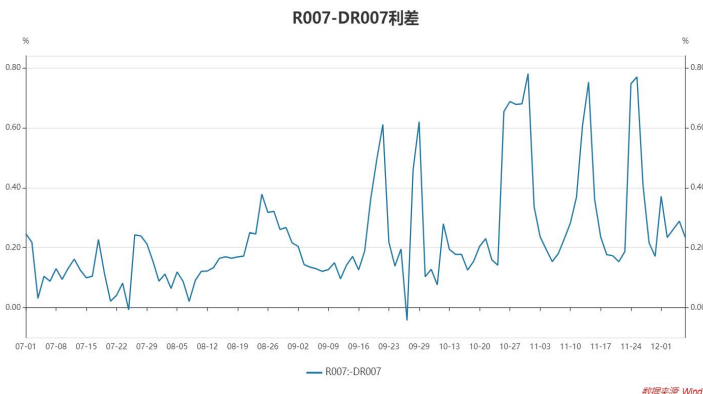
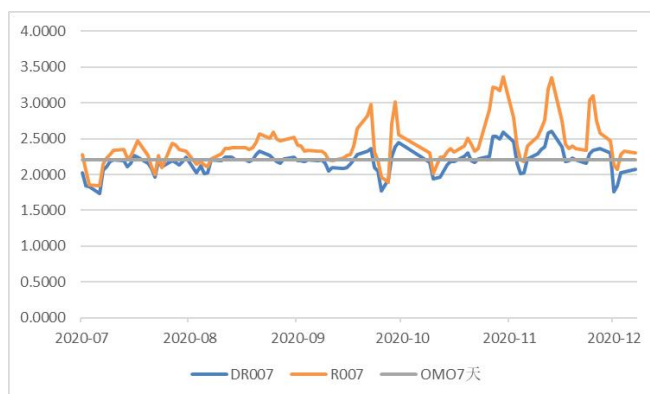


数据来源：Wind，中期研究院

短端利率由于超预期放量大幅下跌，资金持续回笼使得 SHIBOR、DR、R 短端有所回调，上周 SHIBOR 回升 25bp 重新站上 1%，但整体货币市场利率仍均处低位，表明市场间流动性保持合理充裕。R007 与 DR007 利差缩小，显示之前流动性分层有所改善。

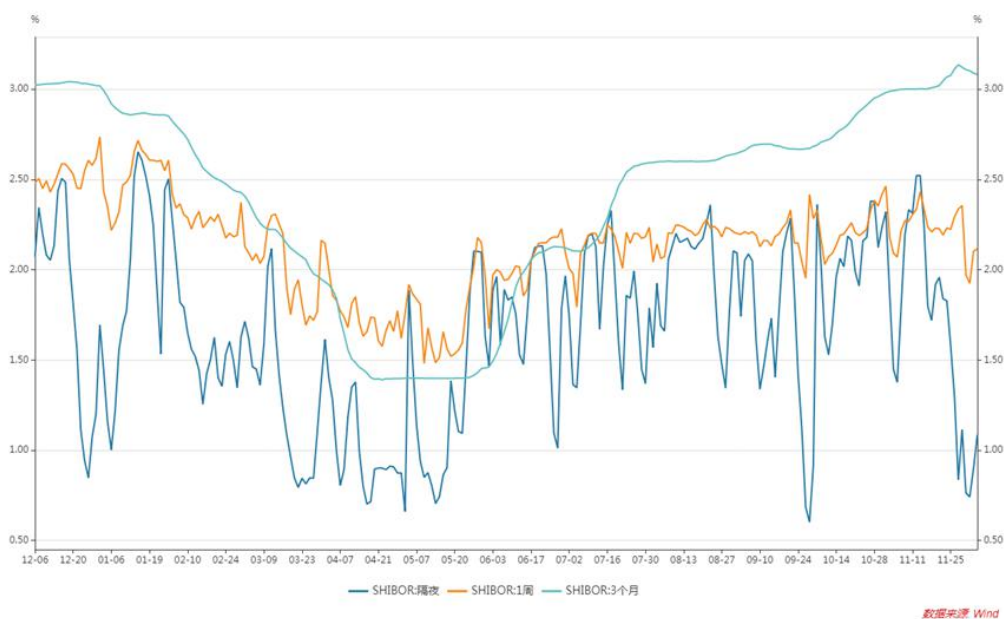
图4：质押式回购利率与政策利率

图5：DR007与R007利差



数据来源：Wind，中期研究院

图6：SHIBOR



数据来源：Wind，中期研究院

上周同业存单净融资规模为 960.80 亿元。其中，发行总额达 4,468.60 亿元，平均发行利率为 3.2564%，到期量为 3,507.80 亿元。本周平均发行利率为 3.1828%。未来三周，将分别有 5,936.30 亿元、3,772.10 亿元、1,647.00 亿元的同业存单到期。

本周同业存单利率 3M 与 6M 虽有下降，但仍处高位，表明银行负债端压力仍存，长期资金面依然较为紧张，抑制期债上行。

图7：同业存单发行利率

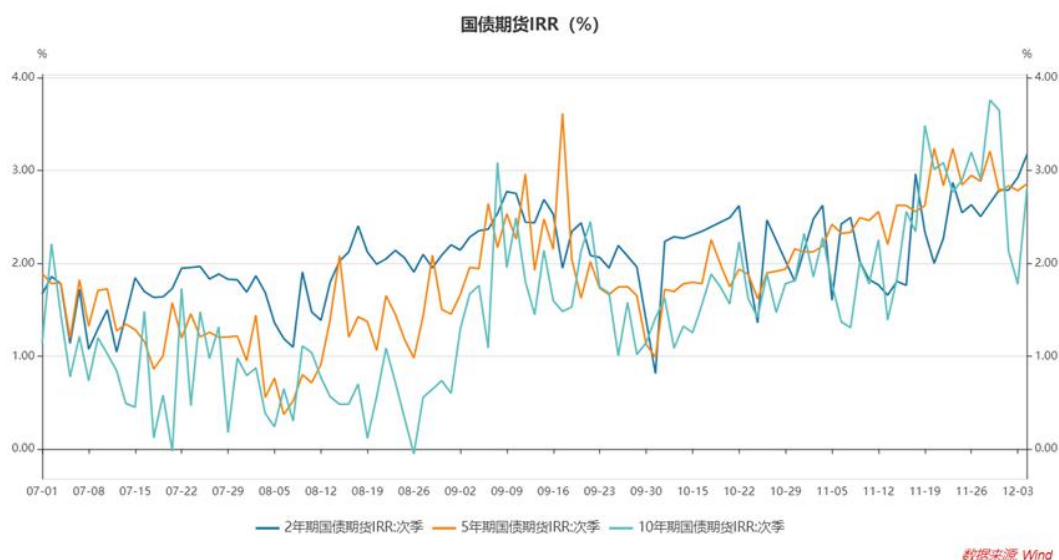


数据来源：Wind，中期研究院

四、国债期货现行情

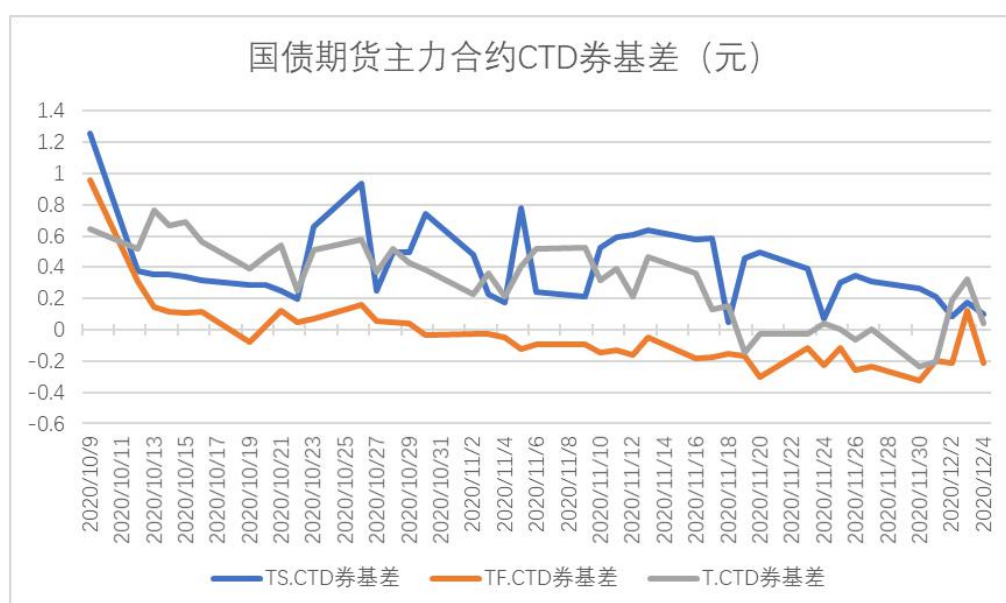
过去一周十年期、五年期与两年期国债期货IRR均有所回升，国债期货主力合约CTD券基差均下行，期货合约相对现券平水或小幅贴水。12月4日的IRR数据分别为十债2.82%，五债2.85%与二债3.17%，当日基差分别约为0.0445，-0.2151与0.1002。二债与五债有一定正套空间，但考虑流动性成本可能会损失预期盈利。

图8：国债期货IRR



数据来源：Wind，中期研究院

图9：国债期货主力合约CTD券基差



数据来源：Wind，中期研究院

五、交易策略

1、跨品种套利策略

2TF-T处低位，百分位数为9.21%，期限利差有反弹空间，存在做多机会。

图10：国债期货跨品种价差

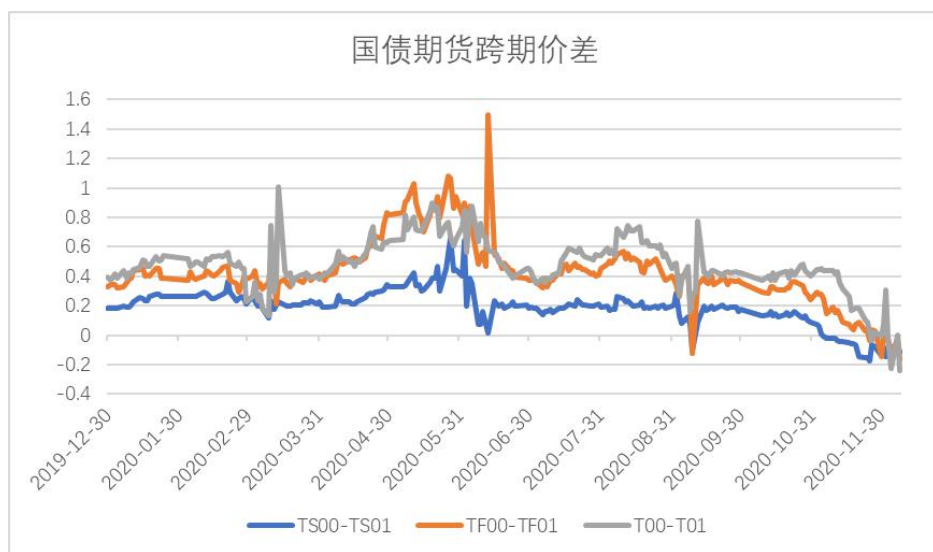


数据来源：Wind，中期研究院

2、跨期套利策略（当季-下季）

跨期价差因移仓换月如期回归，目前无跨期策略推荐。

图11：国债期货跨品种价差



数据来源：Wind，中期研究院

近期经济数据向好彰显国内经济稳健复苏，且当前资金面处于较为宽松的状态，有利于宽松货币政策的退出，市场分析认为现已处于政策中性，将维持货币紧平衡基调。利润与收入不支持目前国内消费的大幅回暖，海外出口虽强劲却缺乏可持续性，冬季疫情二次爆发风险依然存在，经济是否能延续当前的复苏形态仍需观察。以当前经济形势来看，债熊平或延续，年末若有超预期资金投放，则存在波段性做多的可能。方向性交易上需警惕央行流动性投放和监管微调的预期差。

分析师承诺

本人(或研究团队)以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人(或研究团队)的研究观点。本人(或研究团队)不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户,不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

CIFCO 中国国际期货股份有限公司 CHINA INTERNATIONAL FUTURES CO., LTD.

	北京	深圳	香港
地址:	北京市朝阳区光华路14号中国中期大厦A座6层(邮编:100020)	深圳市福田区益田路6003号荣超商务中心A座15层(邮编:518031)	香港上环干诺道西3号亿利商业大厦23层B室
电话:	010-65807827	0755-23818333	00852-25739399
客服:	95162	400-8888-160	
网址:	www.cifco.net		

CIFCO 中期研究院 CIFCO Research Institute

	北京	上海
地址:	北京市朝阳区光华路14号中国中期大厦A座6层	上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦2003-2004室
电话:	010-65807827	021-68401905
网址:	www.cifco.net	