



又到移仓换月时， 跨期价差怎么走

——国债期货投资策略周报

一德研究院金融衍生品研发中心

金融衍生品分析师 刘晓艺

投资咨询号：Z0012930



研究院

核心观点摘要

- 上周国债期货维持震荡走强的行情。周初在避险情绪的作用下，股债开盘双双跳空，离岸人民币快速走贬突破 6.9，国债期货收涨。周二央行超额续作 MLF，但隔夜资金利率上行，期债小幅下跌。周三 4 月经济数据公布，整体不及预期，但期债只是小幅收涨。周四 R001 止升回落，国开新债王发行，但现券市场交投一般，期货窄幅震荡。周五 CNH 一度逼近 6.95，R001 小幅回落，期债小幅走强。上周主力移仓加快，截止上周五 TS1906、TF1906 和 T1906 周内累计分别收于 100.07 (+0.04)、99.27 (+0.15) 和 97.44 (+0.30)。周内 TS1906 合约持仓量减少 88 手，成交量减少 334 手；周内 TF1906 合约持仓量减少 5583 手，成交量减少 2385 手；T1906 合约持仓量减少 11736 手，成交量减少 33003 手。
- 资金面，上周央行继续暂停公开市场操作，超额续作到期 MLF，周内到期 500 亿逆回购，净回笼 60 亿流动性，资金面整体宽松，但隔夜回购利率先涨后跌。截止周五收盘 R001 加权平均利率收于 2.19% (+31BP)，R007 加权平均利率收于 2.56% (+19BP)。DR001 加权平均利率收于 2.15% (+63BP)，DR007 加权平均利率收于 2.54% (+6BP)。
- 现券市场，上周发行国债、地方债、政金债分别 1294 亿、645 亿、899 亿。受利率债净供给环比减少，一级市场招标需求较好。二级市场国债国开收益率整体下行，国债长端表现好于短端，国开短端表现好于长端。一年期国债和国开债收益率分别-1BP 和-8BP 至 2.68% 和 2.80%。十年期国债和国开债收益率-4BP 和-6BP，收于 3.27% 和 3.68%，五年期国债和国开周内-2BP 和-2BP 至 3.13% 和 3.58%。国债 10Y-1Y 走缩 4BP 至 59BP，10Y-5Y 走缩 2BP 至 13BP；国开 10Y-1Y 走扩 1BP 至 88BP，10Y-5Y 走缩 4BP 至 9BP。
- 基本面，上周末 4 月数据集中公布。其中生产、消费、制造业投资显著回落，但此前公布的 4 月制造业 PMI 早有预期，数据公布后市场反应较为平淡。4 月生产较弱的部分原因在于节前复工的基数影响，从前 4 月累计值来看，实际生产情况较去年四季度有所好转。但从制造业和消费数据看，需求端增长压力仍存。
- 消息面，上周五央行发布一季度货币政策执行报告，以下几点值得注意：一是指出当前经济增长运行存在对地产和基建依赖度较高的问题，内生增长动能有待提高，并表示对外部经济环境的关注；二是提到非洲猪瘟疫情和国际油价对物价的不确定性影响；三是强调结构性去杠杆以防范化解金融风险，并重提“管好货币供给总闸门，不搞大水漫灌”。
点评：从全文来看，央行特别强调结构化去杠杆和货币政策的关系，在外部经济条件恶化和内部需求压力仍存的情况下，后期货币政策不会出现趋势性收紧或者放松，但仍然会针对结构性增长问题进行逆周期调节功能。
- 从上周债市表现看，市场的焦点来自于外部贸易环境不确定性和汇率对短期资金利率的下行制约。目前看，央行上周离岸市场已经通过发行央票进行干预，汇率破 7 概率不大。那么在汇率问题解决后，资金利率或有所放松。另外，从一季度货币政策执行报告看，二季度经济增长压力仍存，并且政策刺激力度难超一季度的情况下，经济预期将再次回

落，利率债走势仍然偏强。但利空可能来自于通胀的上行压力和 5 月-6 月利率债供给压力。预计十年期国债将维持 3.2%-3.6% 区间。

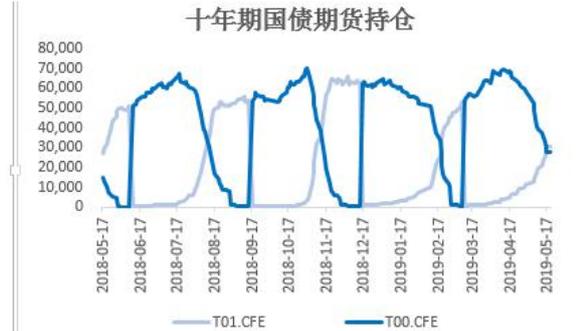
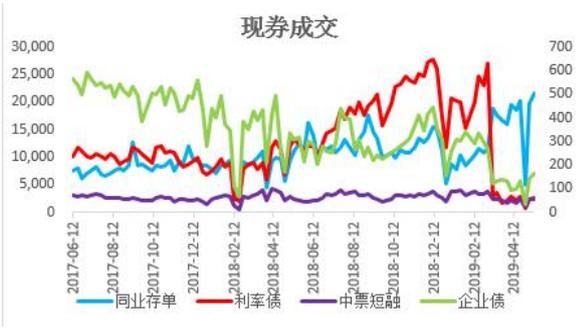
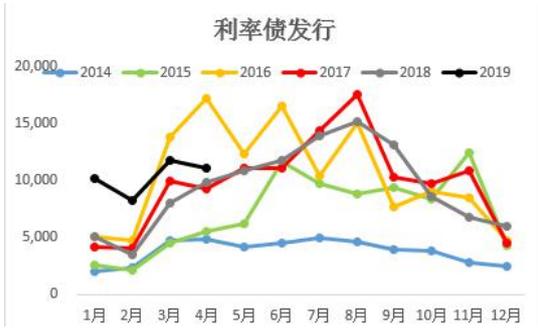
- 套利方面，上周主力移仓加快，五年期和十年期国债期货 1909 合约持仓均超过 1906 合约，移仓过程中伴随着 06-09 价差的扩大。距离 06 合约交割月还有两周，06 合约基差将逐渐回归，1906 期现反套目前移仓动力不足，因此在空头主导移仓情况下，06-09 价差预期将继续扩大。套利上多 06 空 09 继续持有。

货币市场周度变化

货币市场	指标	最新价	前一周	变化 (BP)	指标	最新价	前一周	变化 (BP)
回购市场 (银行间)	R001加权	2.1987	1.8807	31.80	DR001加权	2.1554	1.8249	33.05
	R007加权	2.5627	2.3752	18.75	DR007加权	2.5457	2.4788	6.69
	R014加权	2.7270	2.5144	21.26	DR014加权	2.4844	2.3512	13.32
	R021加权	2.8698	2.9426	-7.28	DR021加权	2.6142	2.3795	23.47
	R1M加权	3.1801	3.0269	15.32	DR1M加权	2.6291	2.5783	5.08
	R2M加权	2.9636	3.0506	-8.70	DR2M加权	2.7365	2.6741	6.24
	R3M加权	3.1855	3.0577	12.78	DR3M加权	2.9907	0.0000	299.07
	R4M加权	0.0000	5.5000	-550.00	DR4M加权	0.0000	0.0000	0.00
	R6M加权	0.0000	5.1421	-514.21	DR6M加权	0.0000	0.0000	0.00
	R9M加权	3.2500	0.0000	325.00	DR9M加权	0.0000	0.0000	0.00
	R1Y加权	3.7000	0.0000	370.00	DR1Y加权	3.7000	0.0000	370.00
回购市场 (交易所市场)	GC001加权	2.4511	1.9954	45.57	R-001: 加权平均	2.3857	1.9144	47.13
	GC002加权	2.3879	1.9082	47.97	R-002: 加权平均	2.2440	1.6872	55.68
	GC003加权	2.3584	1.8702	48.82	R-003: 加权平均	2.2135	1.7217	49.18
	GC004加权	2.3924	1.9698	42.26	R-004: 加权平均	2.2921	1.8235	46.86
	GC007加权	2.5232	2.2731	25.01	R-007: 加权平均	2.5349	2.2910	24.39
	GC014加权	2.6747	2.4614	21.33	R-014: 加权平均	2.6280	2.3475	28.05
	GC028加权	2.6929	2.6306	6.23	R-028: 加权平均	2.6316	2.6042	2.74
	GC091加权	2.8252	2.7387	8.65	R-091: 加权平均	2.7295	2.5660	16.35
	GC182加权	2.8013	2.2367	56.46	R-182: 加权平均	2.5009	2.5023	-0.14
	拆借市场	IBO001	2.1965	1.8889	30.76	SHIBOR0/N	2.1340	1.8260
IBO007		3.2568	3.1820	7.48	SHIBOR1W	2.5890	2.5680	2.10
IBO014		2.6051	2.5449	6.02	SHIBOR2W	2.4940	2.4080	8.60
IBO021		0.0000	2.8142	-281.42	SHIBOR1M	2.7050	2.7200	-1.50
IBO1M		5.5986	3.2745	232.41	SHIBOR3M	2.9000	2.8950	0.50
IBO2M		3.0649	3.2169	-15.20	SHIBOR6M	2.9500	2.9480	0.20
IBO3M		3.1708	3.6103	-43.95	SHIBOR9M	3.0500	3.0500	0.00
IBO4M		0.0000	3.1976	-319.76	SHIBOR1Y	3.1620	3.1510	1.10
IBO6M		3.4200	3.2000	22.00				
IBO9M		3.5325	3.1424	39.01				
IBO1Y		3.7603	3.6206	13.97				

债券收益率变化

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	2.6775	-0.75	0.63	2.7942	-7.78	5.43
3Y	2.9619	-2.12	-6.19	3.2221	-10.82	-17.09
5Y	3.1344	-1.83	-6.74	3.5835	-1.88	-12.69
7Y	3.3115	-3.77	-6.26	3.8225	-2.64	-9.67
10Y	3.2665	-3.52	-9.24	3.6757	-6.44	-12.58
期限	AAA企业债			AA企业债		
	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	3.3134	0.72	2.05	3.5834	-0.28	-0.95
3Y	3.6578	-9.41	-21.44	4.0578	-13.41	-25.44
5Y	4.031	-8	-23.44	4.991	-10	-25.44
7Y	4.2955	-3.4	-12.43	5.3855	-5.4	-16.43
10Y	4.4584	-3.4	-15.12	5.5484	-5.4	-19.12



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。
- 本研究报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的一德期货网站以外的地址或超级链接，一德期货不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的仅是便于服务对象使用，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，服务对象需自行承担浏览这些网站的费用或风险。
- 除非另有说明，所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记均为一德期货的商标、服务标识及标记，所有本报告中的材料的版权均属于一德期货。
- 一德期货有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。
- 一德期货版权所有，并保留一切权利。



公司总部：022-58298788 市场发展部：022-28130292
研究院：022-23303538 机构业务部：022-58298788/6111
地址：天津市和平区解放北路188号信达广场16层
邮编：300042

一德期货有限公司 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
一德期货有限公司 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
一德期货有限公司 天津营业部 300191
天津市南开区水上公园路水云花园C19号
Tel: 022-2813 9206
一德期货有限公司 滨海营业部 300457
天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室
Tel: 022-5982 0932
一德期货有限公司 大连营业部 116023
大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连连
货大厦2303、2310号房间
Tel: 0411-8480 6701

一德期货有限公司 郑州营业部 450008
郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel: 0371-6561 2079
一德期货有限公司 淄博营业部 255000
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: 0533-3586 709
一德期货有限公司 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
一德期货有限公司 唐山营业部 063000
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
一德期货有限公司 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、502、503室
Tel: 0535-2163353/2169678