

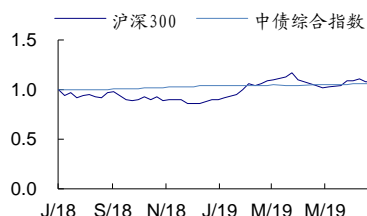
证券研究报告—深度报告

固定收益

固定收益专题报告

2019年07月26日

一年沪深300与中债指数走势比较



市场数据

中债综合指数	119
中债长/中短期指数	121/121
银行间国债收益(10Y)	3.73
企业/公司/转债规模(千亿)	27.07/72.54/3.13

相关研究报告:

《固定收益专题报告:从美国市场看转债指数化投资与主动管理》——2019-07-17
《专题报告:2019年下半年信用债融资展望》——2019-07-09
《专题报告:哪些产业债经营活动现金流净额长期为负?》——2019-07-16
《2019年二季度基金转债配置分析:转债中场修整,基金借势加仓》——2019-07-24
《固定收益专题报告:国债期货的期货会员持仓分析》——2019-07-12

证券分析师:董德志

电话:021-60933158

E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100001

联系人:徐亮

电话:021-60933155

E-MAIL: xuliang@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明

专题报告

再谈国债期货曲线策略在 10-2Y 上的相对优势

●再谈国债期货曲线策略在 10-2Y 上的相对优势

在国债期货的三大常规策略中,最具有吸引力、市场投资者参与最多的策略就是曲线交易了。以往,受限于国债期货只有 5 年和 10 年期合约,投资者时常多关注国债曲线在 10-5Y 上的变化。在 2018 年 8 月,2 年期合约上市后,市场投资者一度对 10-2Y 上的曲线交易比较憧憬,但遗憾的是 2 年期合约在初期的流动性状况较差,参与价值不高,投资者在曲线交易上还是更多关注 10-5Y 的机会。不过,今年 5 月,国债期货启动做市商制度,2 年期合约的流动性大为改观,在国债期货上参与 10-2Y 的曲线交易基本上已没有障碍,相信部分投资者已经开始参与了 2 年期合约的套利交易。

●10-2Y 利差交易的胜率高、弹性大

在《收益率曲线的“投资交易笔记”》系列专题中,我们详细分析了国债收益率曲线的分析框架,重点对比了 10-1Y 和 10-5Y 利差。发现,相对于 10-5Y 的分析来说,10-1Y 利差的分析难度更低、变化幅度更大(或者说能够得到的收益更高)。而 10-1Y 利差与 10-2Y 利差的相似度极高,这也是为什么我们本次报告重申大家重点关注 10-2Y 利差交易的原因,因为其相对收益高、相对难度低。

我们采用“资金面+基本面”组合来对国债期限利差进行分析。对比期限利差(10-5Y)和期限利差(10-2Y)在四种“资金面+基本面”组合下的表现,两者主要存在以下四点异同:

(1)在每一种“资金面+基本面”组合下,10-5Y 与 10-2Y 的方向变化基本一致,但期限利差(10-5Y)的变化幅度要明显小于期限利差(10-2Y)。

(2)从概率来说,利用“资金面+基本面”组合来判断期限利差的变化方向,在期限利差(10-2Y)上的胜率会稍微高于期限利差(10-5Y)。

(3)对于期限利差 10-5Y 和 10-2Y 来说,资金面宽松一般对应着期限利差上行,资金面变紧一般对应着期限利差下行;但基本面好坏所对应的期限利差表现却并不一致。这一现象说明了资金面对收益率曲线的影响相比基本面更大。

(4)当资金面和基本面因素对利率的影响同向时,2、5 和 10 年期利率的方向一致,且多体现为 2 年期利率变动幅度最大;5 年期利率次之;10 年期利率变动幅度最小。当资金面和基本面因素对利率的影响反向时,2、10 年期利率反向变化,2 年期利率跟随资金面因素变动,而 10 年期利率跟随基本面因素变动,但 5 年期利率的变动幅度大幅减小且在方向上更多地与 10 年期利率保持一致。

最后,我们用国债期货上的曲线策略收益情况来看一下 10-2Y 的曲线交易与 10-5Y 曲线交易的区别。从 2 年期国债期货上市以来,统计曲线增陡策略的累计损益情况如下图,可以发现 10-2Y 曲线增陡策略的波动明显高于 10-5Y 的曲线策略。当然,参与国债期货的曲线交易也不是一味地交易波动高的品种,我们还需要分析其性价比,现阶段相对于 10-5Y 来说,建议投资者可以多关注 10-2Y 的曲线交易机会。

内容目录

10-2Y 利差交易的胜率高、弹性大.....	4
国信证券投资评级.....	8
分析师承诺.....	8
风险提示.....	8
证券投资咨询业务的说明.....	8

图表目录

图 1: 国债期限利差走势图	4
图 2: 国债期限利差走势图 (10-5Y 坐标轴为右)	5
图 3: 国债收益率及其曲线的主要影响因素总结	5
图 4: 国债期货曲线策略收益走势图	7
表 1: 四种“资金面+基本面”组合下的利率曲线变化统计	6
表 2: 四种“资金面+基本面”组合下的 2、5、10 年期利率及期限利差变化规律总结 ..	7

在国债期货的三大常规策略中，最具有吸引力、市场投资者参与最多的策略就是曲线交易了。以往，受限于国债期货只有 5 年和 10 年期合约，投资者时常多关注国债曲线在 10-5Y 上的变化。在 2018 年 8 月，2 年期合约上市后，市场投资者一度对 10-2Y 上的曲线交易比较憧憬，但遗憾的是 2 年期合约在初期的流动性状况较差，参与价值不高，投资者在曲线交易上还是更多关注 10-5Y 的机会。不过，今年 5 月，国债期货启动做市商制度，2 年期合约的流动性大为改观，在国债期货上参与 10-2Y 的曲线交易基本上已没有障碍，相信部分投资者已经开始参与了 2 年期合约的套利交易。

10-2Y 利差交易的胜率高、弹性大

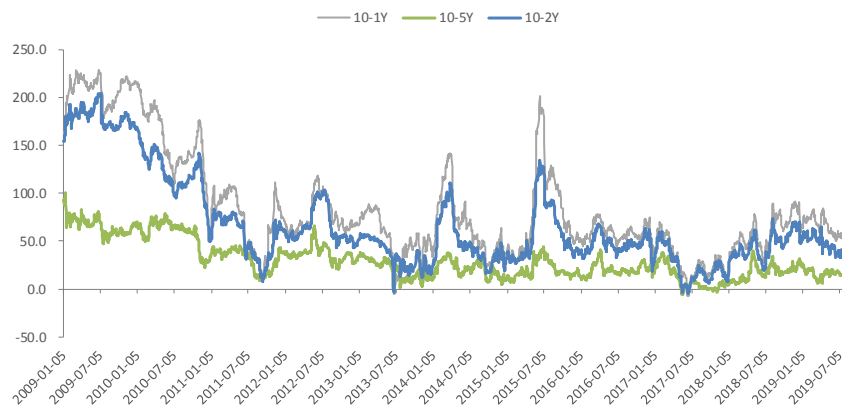
在《收益率曲线的“投资交易笔记”》系列专题中，我们详细分析了国债收益率曲线的分析框架，重点对比了 10-1Y 和 10-5Y 利差。发现，相对于 10-5Y 的分析来说，10-1Y 利差的分析难度更低、变化幅度更大（或者说能够得到的收益更高）。而 10-1Y 利差与 10-2Y 利差的相似度极高，这也是为什么我们本次报告重申大家重点关注 10-2Y 利差交易的原因，因为其相对收益高、相对难度低。

我们一起来看看，10-2Y 利差优势的是怎样体现的：

（1）10-2Y 利差弹性相对更大

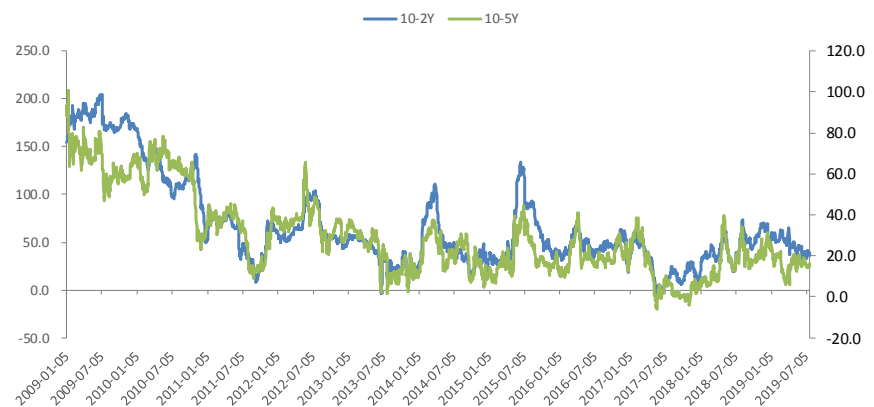
从各个期限利差（10-1Y、10-2Y 和 10-5Y）的走势来看，可以明显发现国债期限利差的趋势方向变化是基本一致的。但在幅度上来说，10-1Y 和 10-2Y 的变化幅度相似，两者的变化幅度均明显高于 10-5Y 利差，即 10-2Y 利差的弹性要大于 10-5Y 利差。

图 1：国债期限利差走势图



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 2: 国债期限利差走势图 (10-5Y 坐标轴为右)

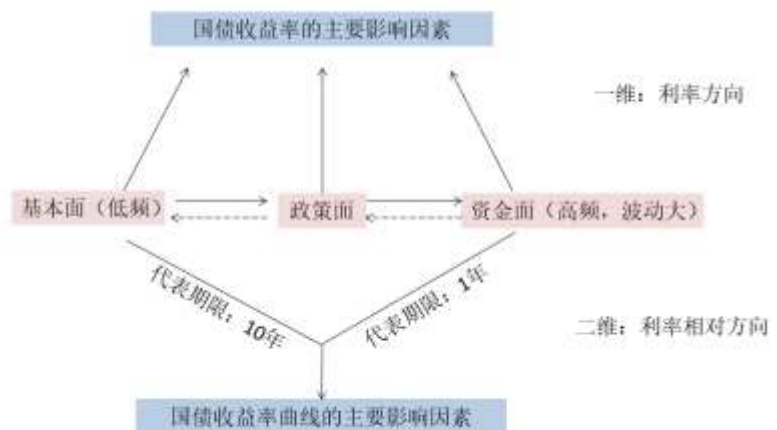


数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

(2) 10-2Y 的胜率更高一些

首先，在国债收益率曲线分析中。一般来说，影响债券收益率的因素主要有三个：基本面、资金面和政策面，它们同样也会导致长短期利率的相对变化进而使得收益率曲线发生改变。但仔细分析这三个因素，我们可以发现最终的出发点仍在基本面上，而落脚点则在资金面上。具体来看，当基本面发生变化时，央行会采取相应的货币政策，而货币政策的实施最终又会引起资金面的变化，主要路径为：基本面变化→政策面变化→资金面变化。政策面作为中间环节，其影响更多地是直接体现在资金面上，而且收益率曲线（二维）的判断本身比利率方向（一维）的判断更复杂一些，因此我们在分析收益率曲线时，基本上只考虑基本面和资金面这两个因素。

图 3: 国债收益率及其曲线的主要影响因素总结



数据来源: 国信证券经济研究所整理

我们采用“资金面+基本面”组合来对国债期限利差进行分析。对比期限利差（10-5Y）和期限利差（10-2Y）在四种“资金面+基本面”组合下的表现，两者主要存在以下四点异同：

(1) 在每一种“资金面+基本面”组合下，10-5Y 与 10-2Y 的方向变化基本一致，但期限利差（10-5Y）的变化幅度要明显小于期限利差（10-2Y）。

(2) 从概率来说，利用“资金面+基本面”组合来判断期限利差的变化方向，在期限利差（10-2Y）上的胜率会稍微高于期限利差（10-5Y）。

(3) 对于期限利差 10-5Y 和 10-2Y 来说，资金面宽松一般对应着期限利差上行，资金面变紧一般对应着期限利差下行；但基本面好坏所对应的期限利差表现却并不一致。这一现象说明了资金面对收益率曲线的影响相比基本面更大。

(4) 当资金面和基本面因素对利率的影响同向时，2、5 和 10 年期利率的方向一致，且多体现为 2 年期利率变动幅度最大；5 年期利率次之；10 年期利率变动幅度最小。当资金面和基本面因素对利率的影响反向时，2、10 年期利率反向变化，2 年期利率跟随资金面因素变动，而 10 年期利率跟随基本面因素变动，但 5 年期利率的变动幅度大幅减小且在方向上更多地与 10 年期利率保持一致。

表 1：四种“资金面+基本面”组合下的利率曲线变化统计

资金面+基本面	期初	期末	2 年期国债 变化 (BP)	5 年期国债 变化 (BP)	10 年期国债 变化 (BP)	期限利差变化 (10-2, BP)	期限利差变化 (10-5, BP)
资金面变松 基本面变好	2011-01-31	2011-04-15	-19.1	-17.6	-14.8	4.3	2.8
	2011-06-24	2011-07-15	-12.5	1.3	3.1	15.6	1.9
	2012-09-15	2013-03-15	-5.2	-0.9	4.3	9.6	5.2
	2013-06-25	2013-07-22	-12.7	3.7	14.0	26.7	10.3
	2018-01-15	2018-05-15	-52.6	-45.4	-25.0	27.6	20.4
	2019-03-15	2019-07-05	17.5	-4.4	3.3	-14.2	7.7
	平均变化		-14.1	-10.6	-2.5	11.6	8.1
资金面变紧 基本面变好	2009-06-12	2010-03-15	78.4	26.9	26.2	-52.2	-0.7
	2010-10-15	2011-01-31	110.1	84.0	59.4	-50.7	-24.6
	2011-04-15	2011-06-24	51.0	15.0	2.5	-48.5	-12.4
	2013-07-22	2013-11-15	95.0	92.2	86.1	-9.0	-6.1
	2015-11-15	2017-04-15	35.5	19.1	23.5	-12.0	4.3
	平均变化		74.0	47.4	39.5	-34.5	-7.9
资金面变紧 基本面变差	2010-03-15	2010-10-15	17.6	7.5	-2.4	-19.9	-9.9
	2011-12-08	2012-01-19	8.9	-5.4	-12.0	-20.8	-6.6
	2013-05-14	2013-06-25	60.2	40.9	17.5	-42.7	-23.4
	2013-11-15	2013-12-25	1.6	-1.3	-3.4	-5.0	-2.1
	2014-03-14	2014-07-24	41.0	-8.4	-19.6	-60.5	-11.1
	2014-10-23	2014-12-24	-10.9	-6.3	-21.3	-10.5	-15.0
	2015-05-25	2015-11-15	15.4	-18.7	-30.6	-46.0	-11.9
	2017-04-15	2017-10-09	49.2	46.3	28.8	-20.4	-17.5
	2018-08-10	2018-12-28	-15.6	-32.6	-32.1	-16.5	0.5
	平均变化		18.6	2.4	-8.3	-26.9	-10.8
资金面变松 基本面变差	2011-07-15	2011-12-08	-66.8	-50.6	-43.3	23.5	7.3
	2012-01-19	2012-09-15	22.5	27.2	17.3	-5.2	-10.0
	2013-03-15	2013-05-14	-7.3	-19.7	-16.7	-9.4	3.0
	2013-12-25	2014-03-14	-94.2	-33.7	-7.4	86.8	26.3
	2014-07-24	2014-10-23	-37.6	-46.9	-48.6	-11.0	-1.7
	2014-12-24	2015-05-25	-86.1	-33.2	-16.7	69.4	16.6
	2017-10-09	2018-01-15	8.5	23.4	31.7	23.2	8.4
	2018-05-15	2018-08-10	-22.3	-13.0	-16.3	6.1	-3.3
	2018-12-28	2019-03-15	-7.7	10.1	-9.4	-1.7	-19.5
	平均变化		-32.3	-15.2	-12.1	20.2	3.0

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

表 2：四种“资金面+基本面”组合下的 2、5、10 年期利率及期限利差变化规律总结

资金面+基本面组合	2 年期国债变化	5 年期国债变化	10 年期国债变化	期限利差变化 (10-2Y)	期限利差变化 (10-5Y)
资金面变松+基本面变好	下行 (83%); 上行 (17%)	震荡 (67%); 下行 (33%)	震荡 (50%); 下行 (33%); 上行 (17%)	变陡 (66%); 震荡 (17%); 变平 (17%)	变陡 (67%); 震荡 (33%)
资金面变紧+基本面变好	上行 (100%)	上行 (100%)	上行 (80%); 震荡 (20%)	变平 (100%)	变平 (60%); 震荡 (40%)
资金面变紧+基本面变差	上行 (67%); 震荡 (11%); 下行 (22%)	下行 (56%); 震荡 (11%); 上行 (33%)	下行 (56%); 震荡 (22%); 上行 (22%)	变平 (100%)	变平 (78%); 震荡 (22%)
资金面变松+基本面变差	下行 (78%); 上行 (22%)	下行 (67%); 上行 (33%)	下行 (78%); 上行 (22%)	变陡 (56%); 震荡 (11%); 变平 (33%)	变陡 (45%); 震荡 (33%); 变平 (22%)

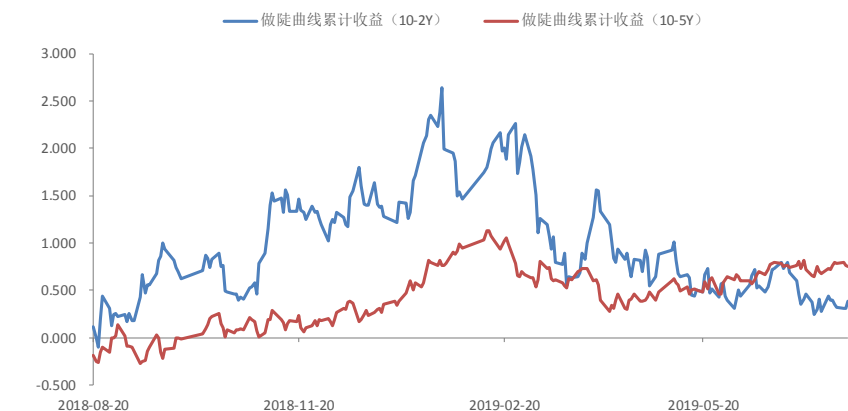
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

综合来看，出现上述现象的原因归根结底在于 2、5 和 10 年期利率对基本面和资金面因素的反应不同。一般来说，随着国债到期期限的延长，资金面的影响在逐渐消退，而基本面的影响在逐渐显现。

具体而言，在资金面和基本面因素影响方面，2 年期利率主要受资金面因素的影响；5 年期利率同时会受到资金面和基本面因素的影响，但其受资金面因素影响的程度不及 2 年期、受基本面因素影响的程度又不及 10 年期；10 年期利率也同时会受到资金面和基本面因素的影响，但其受资金面因素影响的程度不及 2 年期和 5 年期。

最后，我们用国债期货上的曲线策略收益情况来看一下 10-2Y 的曲线交易与 10-5Y 曲线交易的区别。从 2 年期国债期货上市以来，统计曲线增陡策略的累计损益情况如下图，可以发现 10-2Y 曲线增陡策略的波动明显高于 10-5Y 的曲线策略。当然，参与国债期货的曲线交易也不是一味地交易波动高的品种，我们还需要分析其性价比，现阶段相对于 10-5Y 来说，建议投资者可以多关注 10-2Y 的曲线交易机会。

图 4：国债期货曲线策略收益走势图



数据来源：国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032