



中国利率衍生品双周报

固定收益研究报告

2020年10月15日

利率衍生品

固定收益研究组

陈健恒

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511030011
SFC CE Ref: BBM220
chenjh@cicc.com.cn

杨冰

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080515120002
SFC CE Ref: BOM868
Bing.Yang@cicc.com.cn

东旭

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080519040002
SFC CE Ref: BOM884
Xu.Dong@cicc.com.cn

存单利率上升持续么? 对国债期货影响几何?

热点讨论: 如何看待近期同业存单发行利率的上行?

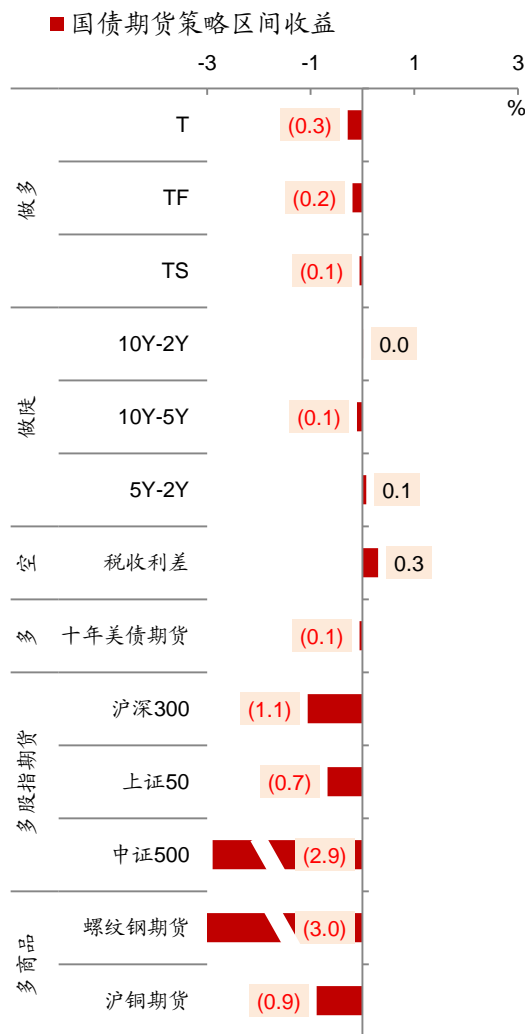
9月底以来同业存单发行利率再度上行,且以国股行为代表。存单利率近期的再度上行主要受供需平衡变化影响。首先供给层面,10月是存单到期高峰,全市场到期量在1.9万亿元,虽低于今年3月到到期量,但处于历史高位,银行续发压力较大。而从需求端来看,节后股市回升,新增存单更多是靠银行同业自身承接,非银认购占比回落。而银行同业资产占比又受监管指标约束,且银行资金配置会优先消化地方债供给,想要大幅依靠同业消化也并不现实。供给增加、但需求减弱,存单供需关系的失衡是近期利率再度上行的主因。

存单利率是否会继续走高取决于存单供需关系能否得到改善。我们认为供需关系改善的概率要更高一些。一是央行本月MLF超额续作3000亿元,延续过去两个月超量续作的操作,有助于缓解国有大行和股份行1Y存单续发的压力。二是结构性存款的压降进度可能会放缓,吸存端缩量带来的负债压力减弱。三是随着财政存款投放开始加快,转化为企业和居民存款回流银行体系,银行负债端存款会得到一定程度的回补。四是当前全球不确定的风险事件仍较多,包括美国大选、中美关系等,股市在接连上涨后可能也会迎来回调,届时货基、债基等需求有望回暖。

整体来看,后续存单供需关系可能会得到改善,但下行回落的幅度也可能相对有限。在货币政策平稳取向,1Y MLF利率(当前为2.95%)可以看作是1Y期国股行存单的利率锚,如果按照当前1Y股份行存单发行利率在3.12%来计算,后续下行空间约10-15bp。我们认为在银行负债端重回平衡状态后,存单发行利率可能重现6月和8月的平稳走势。

对债市影响上,存单利率与国开债和国债的走势具备高度相关性,如果存单发行利率企稳回落,国债和国开债的利率也大概率会跟随回落,且同时考虑到目前10Y国开与1Y存单利差已逼近70bp高位,二者利差也可能会进一步收窄,从而10Y国开债收益率会以更快的速度回落。此外,存单利率企稳回落也反映了银行负债端压力的缓解,叠加利率债供给压力减弱,供需环境的改善本身也有利于利率水平的下行。因此,我们倾向于认为后续存单发行利率回落并重新向货币政策利率靠拢,进而引导整体利率水平回落。

国债期货策略9月以来区间收益率



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究, 数据截至 10/14



衍生品市场展望

基本面：

经济层面，地产政策边际收紧，叠加今年冷冬影响，地产和生产可能放缓，经济支撑动能仍要依靠消费等传统内需领域，整体增速斜率可能放慢。外围因素上，包括地缘政治、美国大选等不确定性风险仍在，随时可能压制风险偏好，短期内来看，经济基本面对债市的压制较弱。

政策层面，央行更多还是想以稳为主，大幅放松和突然收紧的概率都较低，货币市场利率中枢将围绕 OMO 操作利率震荡。

供需层面，率债供需矛盾边际得到缓解，对债市的利空压制减弱。

资金面和市场情绪上，央行仍会精准调控熨平资金面扰动。我们认为股市在节后接连上涨后，可能也会迎来小幅调整的窗口，从而债市情绪在短期内会有所回暖。

国债期货

方向性交易上，短期内来看，基本面未见大幅提振改善，货币政策维持中性温和，供需关系改善，债券收益率逼近年内高点后回落概率更高。短线窗口推荐做多，中期窗口震荡为主。

期现套利上，TS 的正套空间尚可，适合低融资成本的机构介入操作。税收利差上，我们推荐做空 10Y 税收利差下行的操作。

曲线利差，目前 10Y-2Y 和 10Y-5Y 的利差均位于历史 20% 分位数之下，可以择机对这两段曲线进行做陡操作。

利率互换

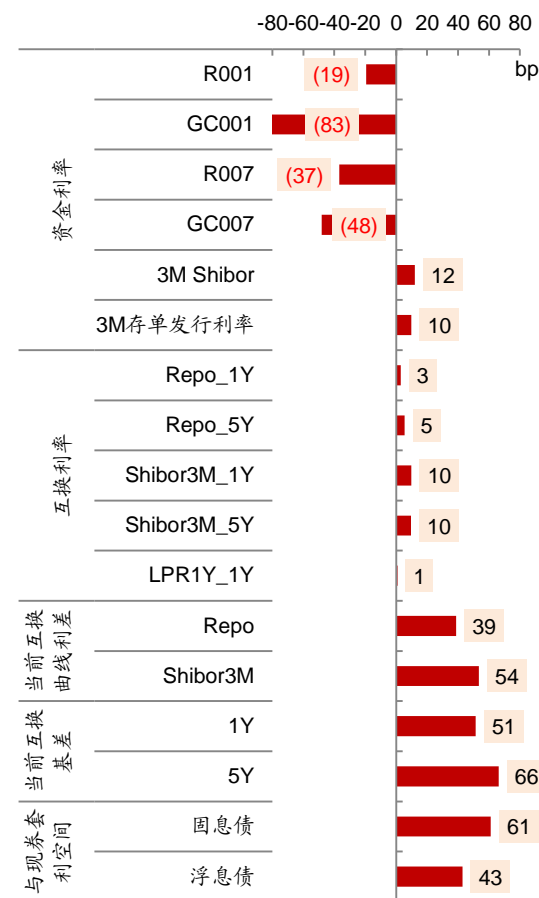
方向性交易，货币市场利率波动降低，我们预计短期内对应的互换利率也将保持平稳震荡。

与现券套利，当前互换与现券套利空间仍在相对高位，具备一定的参与价值，投资者可以适当考虑介入。

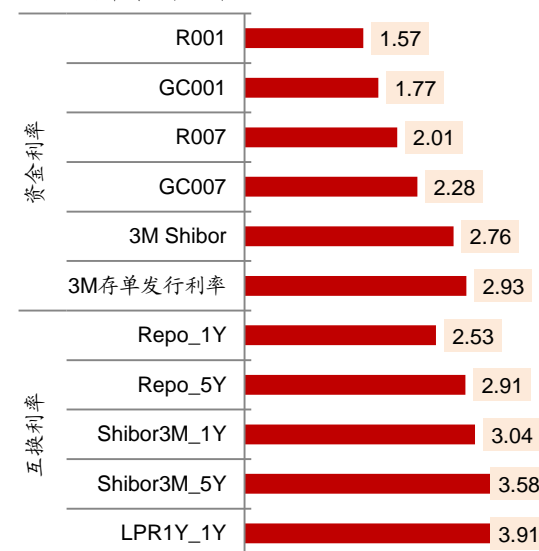
基差交易，短期内我们建议基差交易策略以谨慎为主，中长期随着银行负债压力缓解，可择机选择做窄基差的操作。

曲线利差交易，央行货币政策常态化管控下，我们预计参考利率波动性有望降低，互换曲线利差可能仍以小幅震荡为主，曲线利差交易的获利空间不是很大。

货币市场与利率互换



利率最新水平 (%)



资料来源：万得资讯，中金公司研究，数据截至 10/14，R001 和 R007 截至 10/12



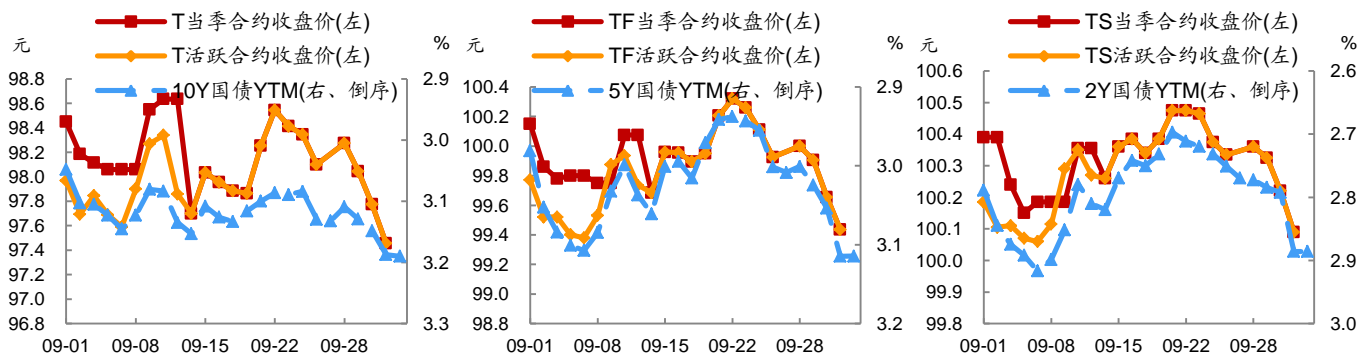
市场回顾与热点讨论

► 市场回顾

8 月以来债市整体呈现箱体震荡的走势。7 月中下旬股市走弱、摊余成本法债基密集落地，债市整体走强，国债期货上涨。7 月底受供给压力抬升、股市重新走强等因素影响，债市再度走弱。8 月初美国发布针对 TikTok、微信禁令，引发市场对中美之间关系的担忧，避险情绪有所升温，叠加月初资金面宽松，债市情绪向好，国债期货接连上涨。但 8 月下旬开始，受银行负债压力增加、国债供给放量影响，债市再度转跌。步入 9 月，债市整体走势与 8 月相近，国债收益率先下后上，短端波动幅度高于长端。节后受风险偏好提振影响，债市整体走强，10Y 国债收益率重回高点，逼近 3.2% 关键点位。截至周二收盘，10Y 国债活跃券（200006.IB）收在 3.19%，10Y 国开债活跃券（200210.IB）收在 3.74%。资金利率层面，月初资金面整体偏宽松，货币市场利率稳中有降，R007 加权平均利率降至 2.14%；但由于 10 月为同业存单到期高峰，存单发行利率有所上行。

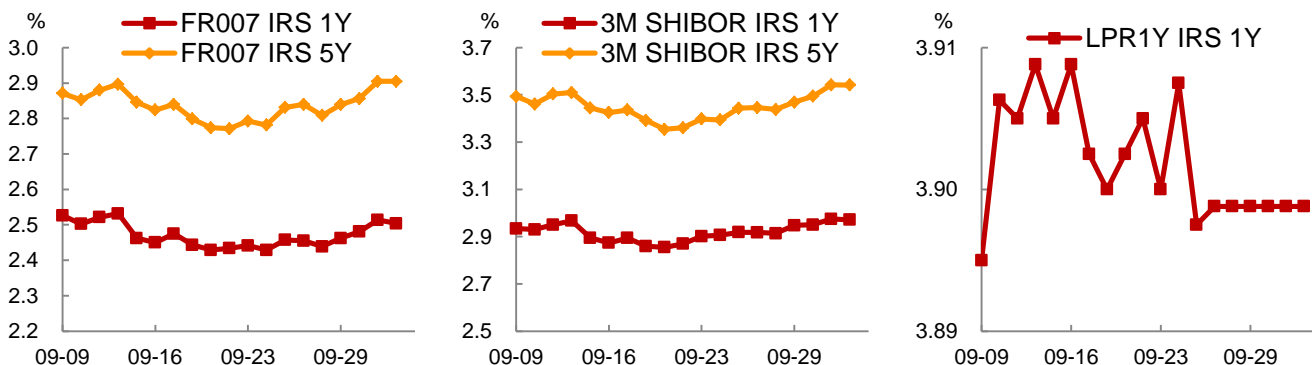
衍生品市场上，国债期货和互换利率整体均呈现震荡走势。截至周二收盘，T2012、TF2012、TS2012 收盘价分别为 97.535、99.57、100.165。利率互换层面，Repo 1Y 端利率升至 2.51%，5Y 端升至 2.90%，Shibor3M 1Y 端利率升至 3%，5Y 端升至 3.55%（外汇交易中心互换收盘曲线价格）。

图表 1：国债期货过去一个月以震荡为主，先强后弱



资料来源：Wind，中金公司研究

图表 2：9 月以来互换利率维持震荡



资料来源：Wind，中金公司研究

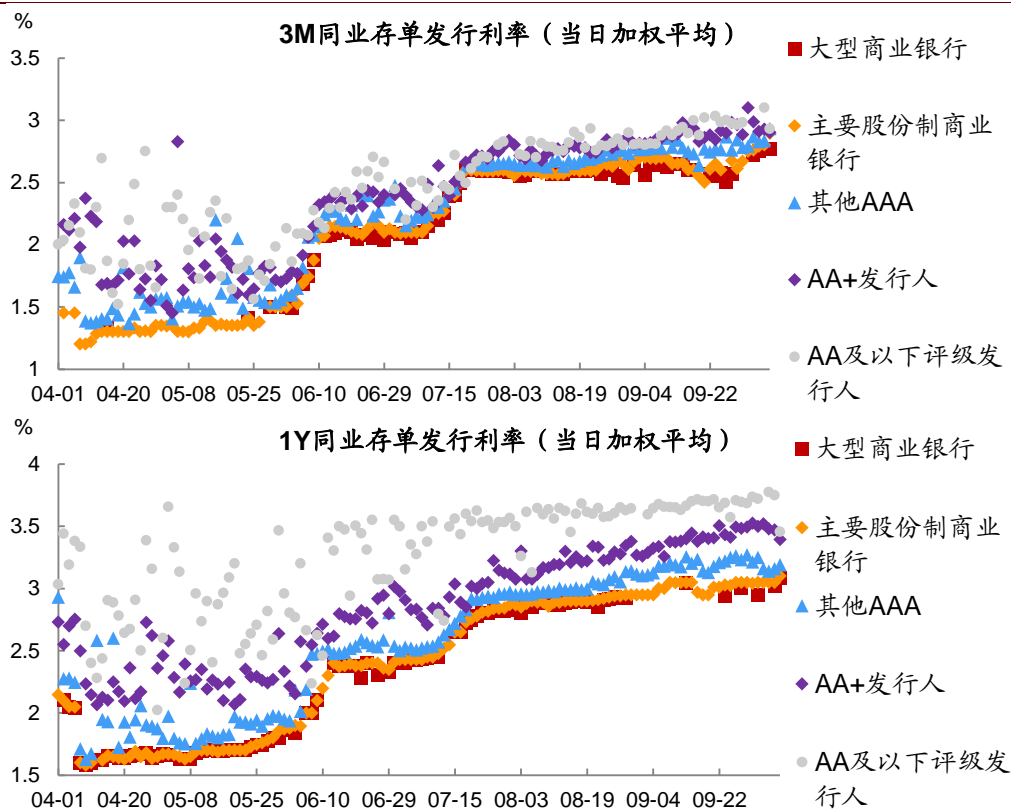
► 热点：如何看待近期同业存单发行利率的上行？

9 月底以来同业存单发行利率再度上行，且以国股行为代表。以 3M 存单为例，7 月下旬



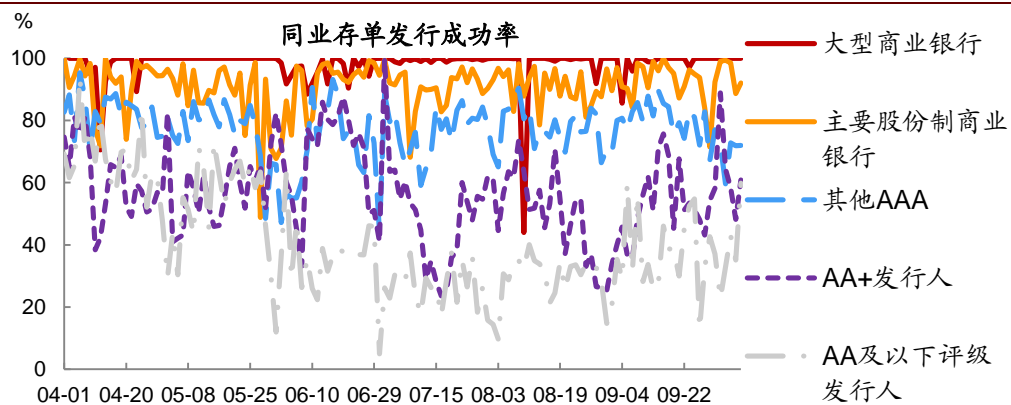
至 8 月中旬，国股行大行 3M 存单发行加权利率整体围绕在 2.57%-2.6% 附近波动，8 月底开始有所上行；9 月中旬，央行 MLF 超额续作，一定程度缓解了银行负债压力，存单发行利率有所回落；但 9 月底再度上行，且上行趋势延续到了节后，当前国股行 3M 存单发行加权平均利率升至 2.77%-2.8%，1Y 存单发行利率升至 3.08%-3.1% 附近。

图表 3: 4 月以来存单发行利率走势



资料来源：CFETS，中金公司研究

图表 4: 近期其他 AAA 行的存单发行成功率有所走低



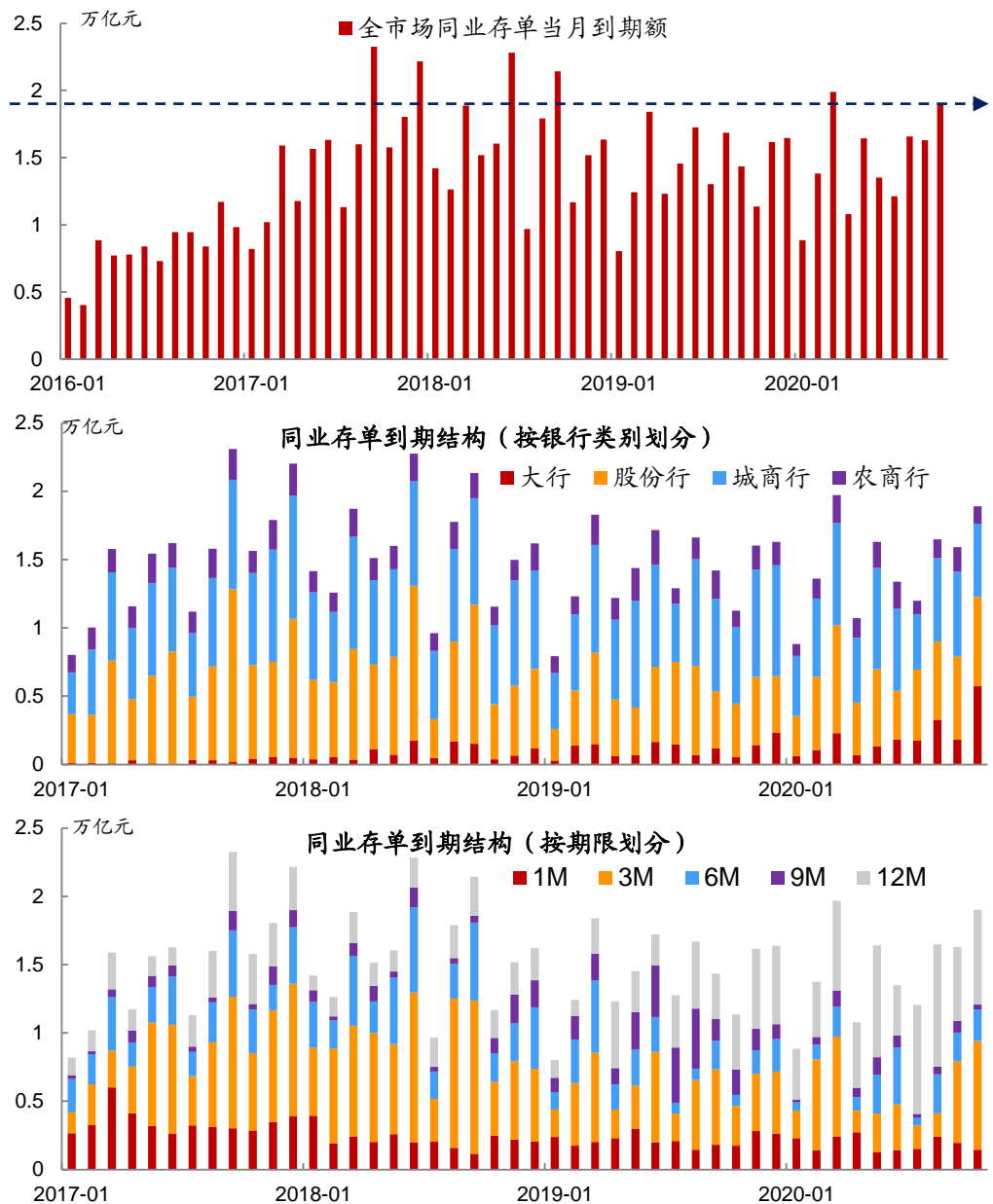
资料来源：CFETS，中金公司研究

1、存单利率近期的再度上行主要受供需平衡变化影响

首先供给层面，10 月是存单到期高峰，全市场到期量在 1.9 万亿元，虽低于今年 3 月到期量，但处于历史高位，银行续发压力较大。分银行来看，国有大行、股份行、城商行、农商行的到期量分别约 5749 亿元、6522 亿元、5359 亿元和 1265 亿元，占比分别在 30%、34%、28%、7%。分期限来看，主要集中在 3M 和 1Y 期，二者的到期量分别为 7946 亿元和 6938 亿元，占比分别为 41.8%和 36.5%。



图表 5: 10 月是同业存单的到期高峰



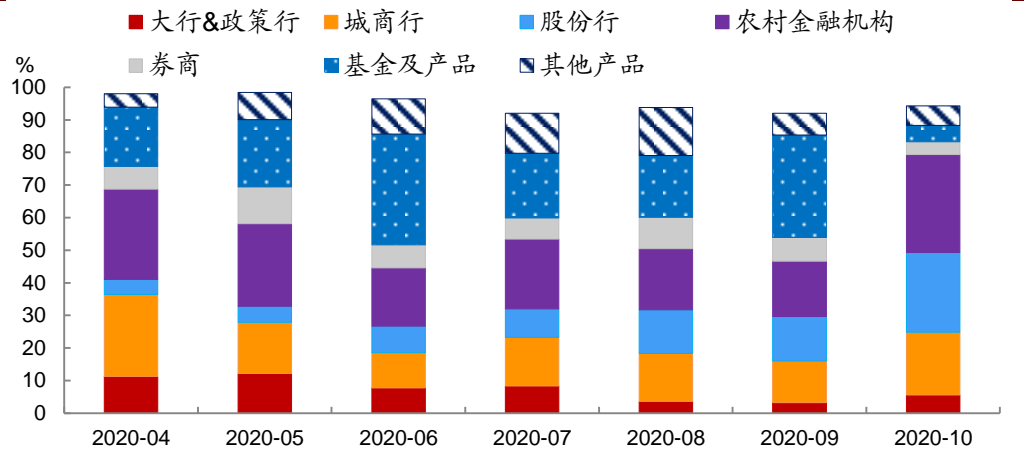
资料来源：CFETS，中金公司研究

虽然在今年 3 月和 5 月同业存单到期高峰阶段，银行存单净融资分别减少 3209 亿元和 5826 亿元，但彼时更多是受降准等政策宽松影响，银行超储位于较高水平，负债端压力并不大，从而对存单依赖度有所降低。相比之下，当前银行超储处于较低水平，一方面货币政策转向温和中性，另一方面股份行结构性存款的整改仍在继续，吸存端压力还是需要依靠同业负债、应付债券（同业存单）和向央行借款承接。在此背景下，银行很难再像 3、5 月份，对存单进行缩量发行。如果 10 月银行按照存单到期量等额续发，全月发行量基本与 8 月持平，存单发行利率将面临不小的上行压力。

而从需求端来看，8、9 月虽然存单供给较高，但随着股市震荡走弱，货基、理财等产品的需求有所回暖，带动对存单的需求也在回暖，存单一级认购占比提升较为明显，顺利消化了部分存单的供给。但节后股市回升，新增存单更多是靠银行同业自身承接，非银认购占比回落。而银行同业资产占比又受监管指标约束，且银行资产配置会优先消化地方债供给，想要大幅依靠同业消化也并不现实。供给增加、但需求减弱，存单供需关系的失衡是近期利率再度上行的主因。



图表 6: 10 月目前存单的发行更多是靠银行体系自身承接，非银认购热情减弱（图为各类机构同业存单一级市场认购占比）



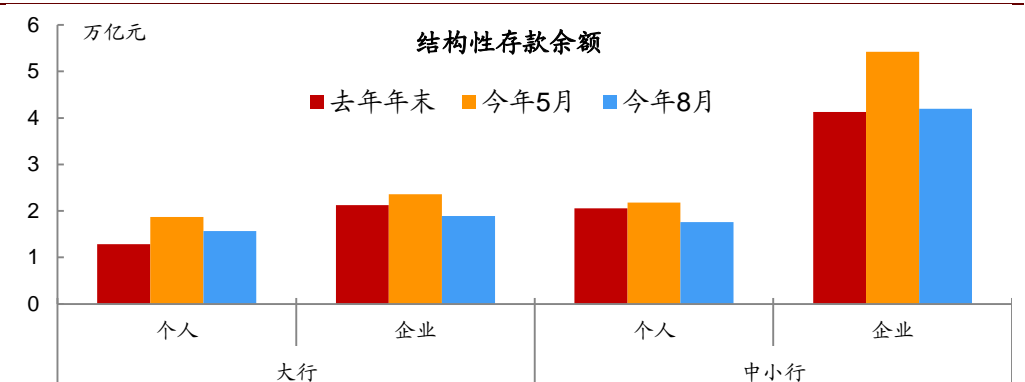
资料来源：CFETS，中金公司研究

2、存单利率后续是否继续走高？

存单利率是否会继续走高取决于存单供需关系能否得到改善。我们认为供需关系改善的概率要更高一些，理由主要有四。

- 1) 一是央行本月 MLF 续作 5000 亿元，到期 2000 亿元，超额续作 3000 亿元，延续过去两个月超量续作的操作，有助于缓解国有大行和股份行 1Y 存单续发的压力。央行公开市场操作前会先找一级交易商询量，而目前国有大行和主要股份行均在一级交易商列表中。如果国股行用 MLF 来替代一部分同业存单的到期压力，后续存单利率继续上行的风险不高。
- 2) 二是结构性存款的压降进度可能会放缓，吸存端缩量带来的负债压力减弱。截至 8 月末，大行结构性存款合计规模约 3.5 万亿元，中小行合计 5.96 万亿元，大行略高于去年年末，中小行余额已低于去年年末水平。如果按照股份行年底前压降至去年年末 2/3 的约束来看，后续结构性存款的整改压力不大，边际上是要比 6-8 月要低。

图表 7: 结构性存款压降进展较快，后续压力不大



资料来源：Wind，中金公司研究

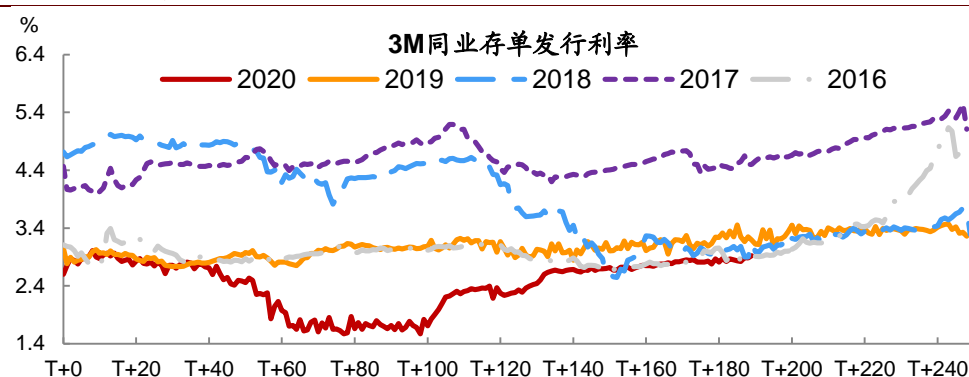
- 3) 三是随着财政存款投放开始加快，转化为企业和居民存款回流银行体系，银行负债端存款会得到一定程度的回补。如果超储率回升，银行对存单的依赖度可能会回落。9 月金融数据显示，财政存款的投放量超过季节性，当月减少 8317 亿元，同比多减 1291 亿元；而对应的居民和非金融企业存款分别新增 1.95 万亿元和 1 万亿元，同比多增 4004 亿元和 5201 亿元，幅度均赶超季节性。
- 4) 四是当前全球不确定的风险事件仍较多，包括美国大选、中美关系等，我们认为股



市在接连上涨后可能也会迎来回调，届时货基、债基等需求有望回暖。从最近几日的存单发行情况看，在发行方主动小幅提价后，募集量均有明显增加，表明投资者其实对后续存单利率继续大幅上行的预期较低。

整体来看，后续存单供需关系可能会得到改善，但下行回落的幅度也可能相对有限。在货币政策平稳取向，1Y MLF 利率（当前为 2.95%）可以看作是 1Y 期国股行存单的利率锚，如果按照当前 1Y 股份行存单发行利率在 3.12% 来计算，后续下行空间约 10-15bp。虽然往年存单发行利率呈现四季度走高的季节性特征，但 2018 年和 2019 年的上行幅度都相对有限，整体还是以平稳震荡为主。而且从今年存单发行进度来看，截至 10 月 14 日，全市场存单流通余额为 11.18 万亿元，占全年备案总额度比例为 62.65%，而 2019 年和 2018 年同一时间点上，存单流通余额占备案额度的比例分别为 57.27% 和 56.45%。表明今年存单发行进度要快于往年，四季度净增压力也要低于往年，从而存单利率未必会出现再度攀升的情况。我们认为在银行负债端重回平衡状态后，存单发行利率可能重现 6 月和 8 月的平稳走势。

图表 8：存单发行利率年内走势

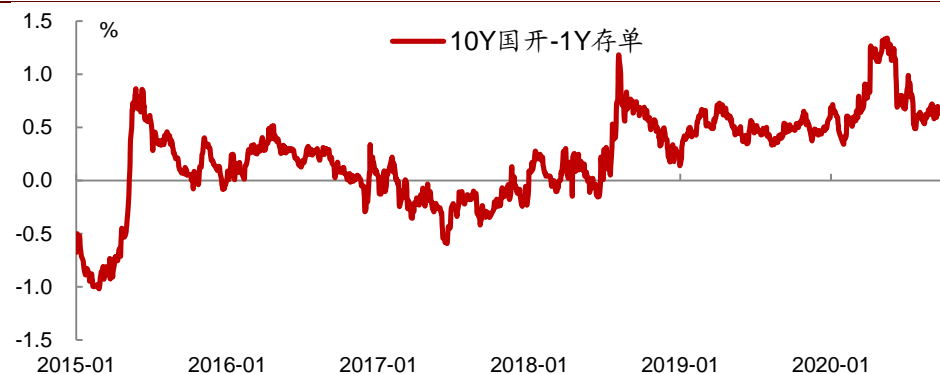


资料来源：Wind，中金公司研究

3、对债市影响如何？

从历史走势看，存单利率与国开债和国债的走势具备高度相关性，当存单利率上行时，10Y 国开债的利率会跟随上行。2019 年全年，10Y 国开债收益率与 1Y AAA 存单利率之间的利差均值在 50bp 附近，上下最大波动在 20bp 左右。如果存单发行利率企稳回落，国债和国开债的利率也大概率会跟随回落，且同时考虑到目前 10Y 国开与 1Y 存单利差已逼近 70bp 高位，二者利差也可能会进一步收窄，从而 10Y 国开债收益率会以更快的速度回落。此外，存单利率企稳回落也反映了银行负债端压力的缓解，叠加利率债供给压力减弱，供需环境的改善本身也有利于利率水平的下行。因此，我们倾向于认为后续存单发行利率回落并重新向货币政策利率靠拢，进而引导整体利率水平回落。

图表 9：2019 年货币政策整体平稳阶段，10Y 国开与 1Y AAA 存单利差围绕 30-70bp 区间震荡



资料来源：Wind，中金公司研究



市场展望

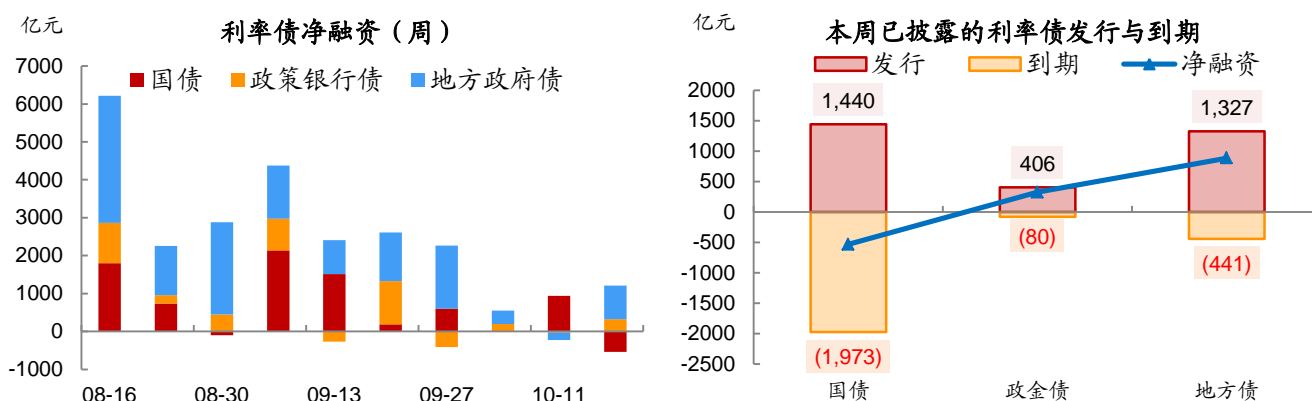
► 基本面：

经济基本面上，地产政策边际收紧，房地产金融审慎管理制度下，后续地产销售和投资进一步上行空间不大，经济支撑动能仍要依靠消费等传统内需领域。虽然目前国内疫情控制得当，但仍有诸如青岛等地出现零星境内疫情的情况，叠加秋冬可能会面临第二波疫情的风险，在疫情不确定性影响下，制造业投资和消费回升可能仍较为缓慢，后续来看经济整体将进入弱复苏阶段。此外，人民币近期升值，叠加利率水平的抬升，货币条件整体收紧，广义流动性的趋紧可能会反过来抑制经济动能。外围因素上，包括地缘政治、美国大选等不确定性风险仍在，随时可能压制风险偏好，短期内来看，经济基本面对债市的压制较弱。

政策层面，近期易纲行长在《中国金融》上发文写道，货币政策要“既保持流动性合理充裕，促进货币供应量和社会融资规模合理增长，又坚决不搞‘大水漫灌’，将经济保持在潜在产出附近，减少经济波动”，“尽可能长时间实施正常货币政策，促进居民储蓄和收入合理增长”等。整体来看，央行更多还是想以稳为主，大幅放松和突然收紧的概率都较低，货币市场利率中枢将围绕 OMO 操作利率震荡。此外，后疫情阶段，防风险的优先级可能会提高，从而货币政策也会开始兼顾防风险和控增长。

供需层面，据财政部数据披露，截至 8 月底，已发行新增一般债 8530 亿元，新增专项债 28969 亿元；同时 wind 统计显示，9 月以来（至 10/13），已发行新增一般债 1016 亿元，新增专项债 4532 亿元；合计来看，年初至今共发行新增一般债 9546 亿元，专项债 33501 亿元，剩余额度分别为 254 亿元和 3999 亿元，共 4253 亿元，10 月底之前发完的压力不大。利率债供给压力相较前两个月有所缓解。而需求层面，人民币升值叠加中外高利差，而且中美关系缓和一定程度上也缓解了境外投资者对资本跨境限制的担忧，我们认为境外资金有望继续流入。国股行本月存单到期高峰，同业负债缺口可能面临一定压力，但月中央行 MLF 超额续作可能会起到一定缓解作用。整体来看，利率债供需矛盾边际得到缓解，对债市的利空压制减弱。

图表 10：10 月利率债供给压力会有进一步缓解

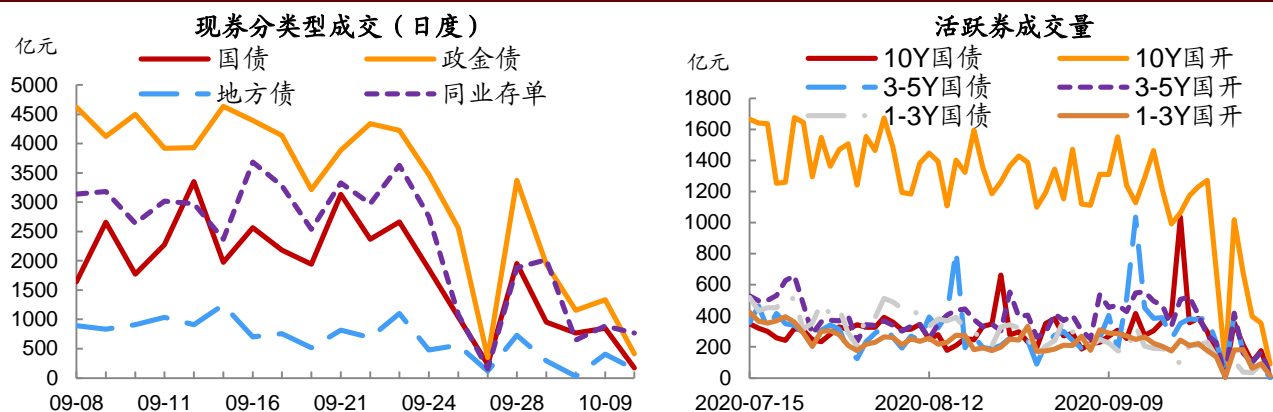


资料来源：Wind，中金公司研究

资金面和市场情绪上，缴税缴款等时点上资金面的扰动仍在，但我们认为央行也会按需投放流动性，以熨平资金面的波动，保证货币市场利率中枢围绕 OMO 操作利率震荡。市场情绪上，从我们 9 月底的债市调查来看，继股市接连调整后，投资者避险情绪有所升温，但根基尚不牢靠，债市策略选择上仍以缩短久期、波段操作和相对价值为主。如果 10 月股市情绪好转，对应债市可能相对承压。但目前来看，全球面临的不确定性风险仍较高，包括欧美二次疫情、美国大选等。股市在节后接连上涨后，可能也会迎来小幅调整的窗口，从而债市情绪在短期内会有所回暖。节后债市交投情绪整体清淡，成交回落明显，反映投资者在当前震荡的债市格局下，心态上可能仍以观望为主。



图表 11：利率债成交整体趋于清淡

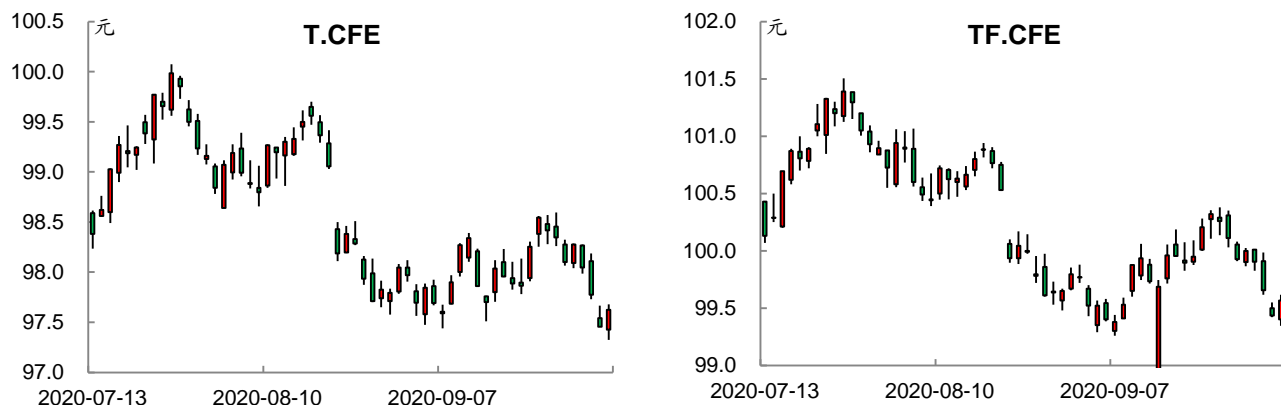


资料来源：Cfets, Wind, 中金公司研究

► 国债期货

方向性交易，短期内来看，基本面未见大幅提振改善，货币政策维持中性温和，供需关系改善，债券收益率逼近年内高点后回落概率更高。叠加风险偏好对股市的提振在节后已经得到了比较充分的释放，风险资产短期内可能会回调，从而国债期货回升走高的概率更大。更长窗口来看，期货大概率还是会延续此前的箱体震荡走势，但箱体中枢可能会有所抬升，供给压力减弱、境外资金支撑、广义流动性收紧导致基本面增长斜率放缓等，都将对债市形成一定支撑。

图表 12：技术上看，后续期货回升的概率较高



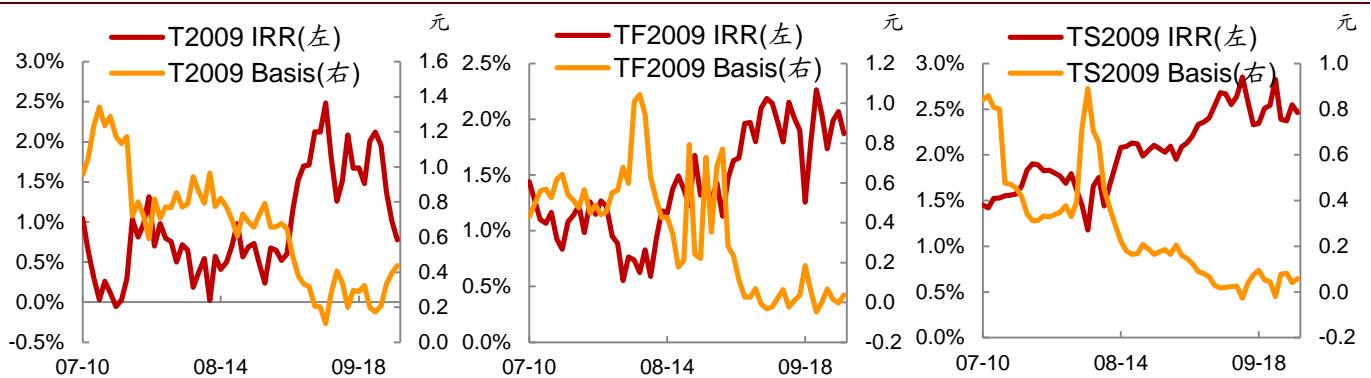
资料来源：Wind, 中金公司研究

期现套利，目前 T、TF、TS 合约的 IRR 水平大体分别在 1.44%、1.93%、2.24%，T 合约目前仍贴水，TF 小幅贴水，TS 的正套空间尚可，适合低融资成本的机构介入操作。从各合约对应的 CTD 来看，均为流动性尚可的新券，现券交易摩擦成本较低。

税收利差交易，目前 3Y、5Y、7Y 对应的税收利差回归到 5 月以来均值附近，10Y 仍偏高，但隐含税率上，3Y、5Y、7Y 期限均回归到 11-12% 附近，10Y 略高在 15-16% 附近，中短端税收利差策略的操作空间比较窄。考虑到银行同业存单到期压力可能制约其表内配债空间，叠加交易盘情绪回暖推动，我们认为税收利差短期内有望继续下行，10Y 利差向下空间约在 20bp 附近，其他期限约在 10bp 左右，推荐做空 10Y 税收利差下行的操作。

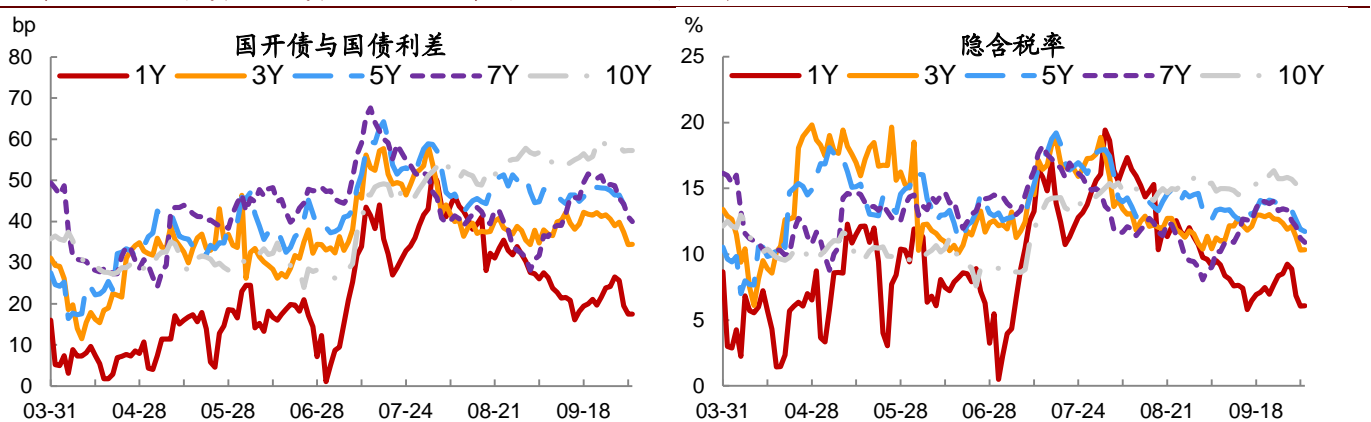


图表 13: 当季合约 CTD IRR 和基差情况



资料来源: Wind, 中金公司研究

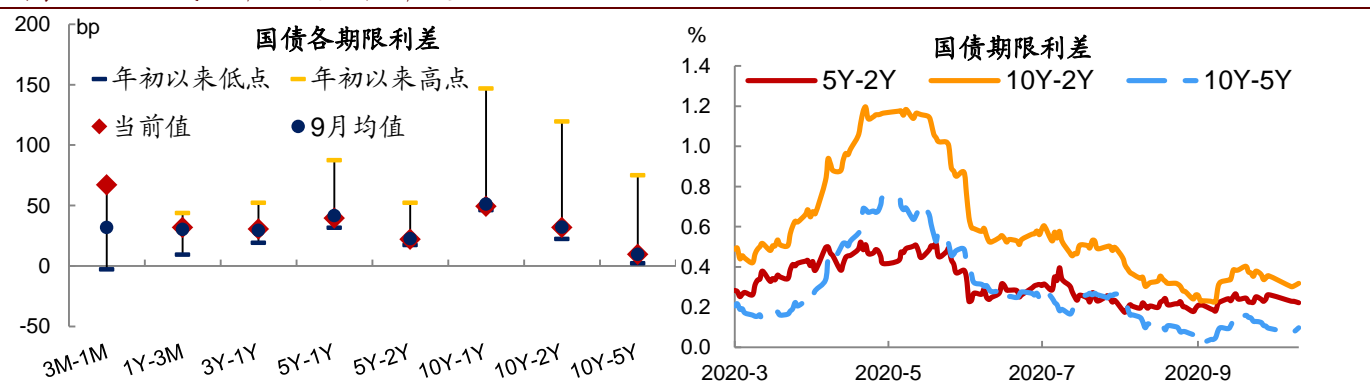
图表 14: 国开债与国债利差近期有所回落, 隐含税率整体下行 (除 10Y)



资料来源: Wind, 中金公司研究

曲线利差交易, 当前曲线整体趋平, 央行货币政策回归常态化管理后, 我们预计短端利率波动性会有所降低, 而长端目前利多和利空因素交织, 短期内也难出现大涨大跌的局面, 曲线利差对应可能也会相对平稳。从性价比角度看, 8 月以来, 2Y 和 5Y 国债承压上行调整幅度较大, 导致目前 10Y-2Y 和 10Y-5Y 的利差均位于历史 20%分位数之下, 可以择机对这两段曲线进行做陡操作。

图表 15: 曲线趋平, 走陡概率更大



资料来源: Wind, 中金公司研究

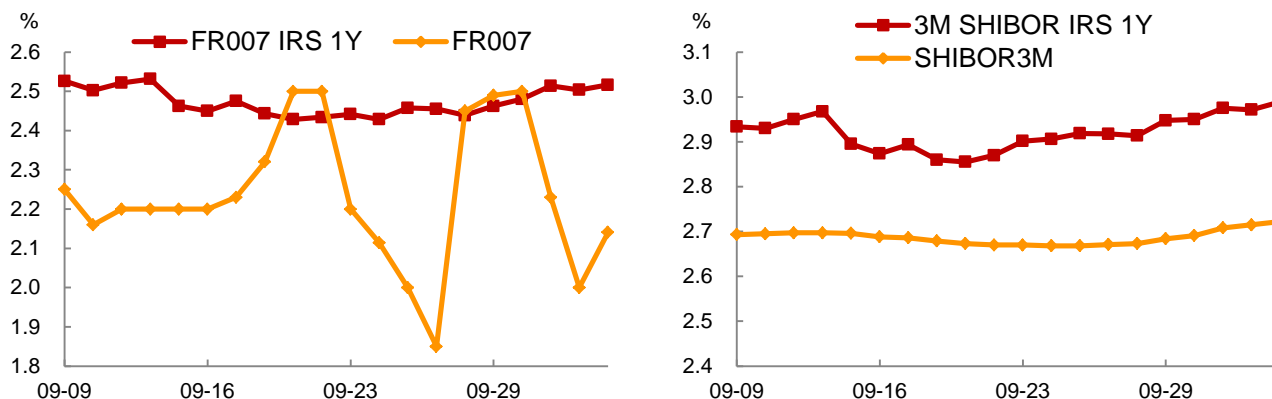
利率互换

方向性交易, 央行预期引导下, 当前 7 天回购利率中枢整体围绕 OMO 操作利率 2.2%波



动，3M Shibor 报价基本也稳定在 2.7%附近，货币市场利率波动降低，我们预计短期内对应的互换利率也将保持平稳震荡。考虑到央行维稳的态度，我们认为货币政策在年内乃至明年上半年，应该都不会轻易进一步收紧，1Y 期 Repo 互换利率大幅上行的风险较低。MLF 延续超额续作后，我们认为 Shibor 利率有望重归平稳，对应 Shibor 端互换利率继续上行的风险亦不大。当前利率互换更多是回归套保属性，有浮动利率负债的投资者可以使用互换进行套保。

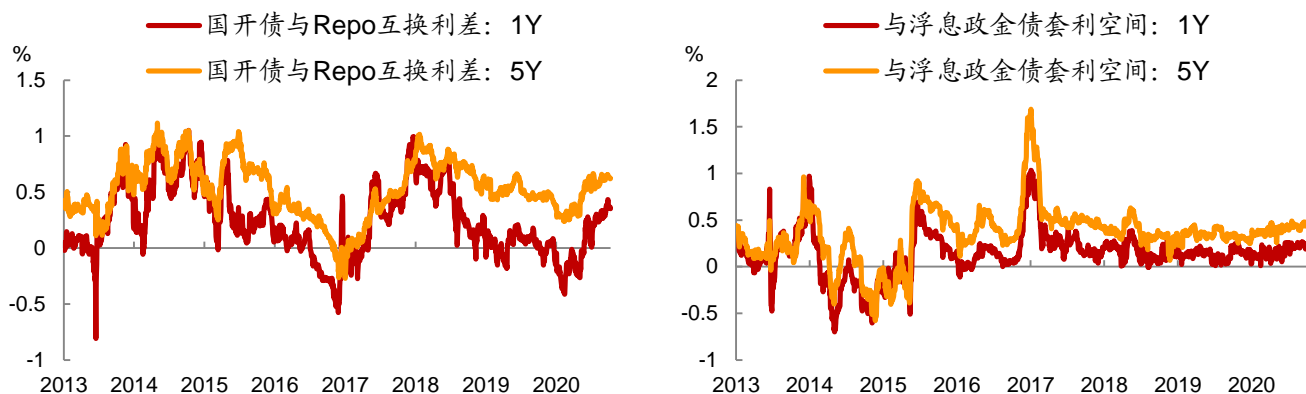
图表 16: 短端互换利率与相应参考利率走势



资料来源: Wind, 中金公司研究

与现券套利，当前互换与现券套利空间仍在相对高位，具备一定的参与价值，投资者可以适当考虑介入，无论是跟固息还是跟浮息搭配，都能锁定相对不错的套利空间，短端性价比相对更高。

图表 17: 互换与现券套利空间

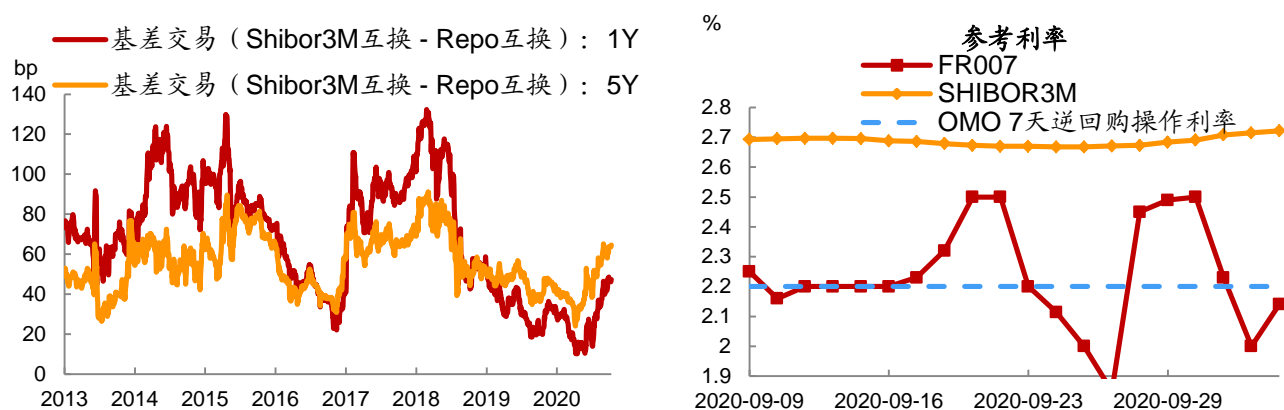


资料来源: Wind, 中金公司研究

基差交易，目前参考利率 3M Shibor 和 FR007 倒挂情况已基本得到修复，互换基差也回归到相对高位。短期内来看，虽然同业存单到期高峰可能会给银行带来一定的负债压力，但央行延续 MLF 超量续作的投放动作，Shibor 利率大幅抬升的风险不大，从而互换基差继续上行的空间也有限。短期内我们建议基差交易策略以谨慎为主，中长期随着银行负债压力缓解，可择机选择做窄基差的操作。



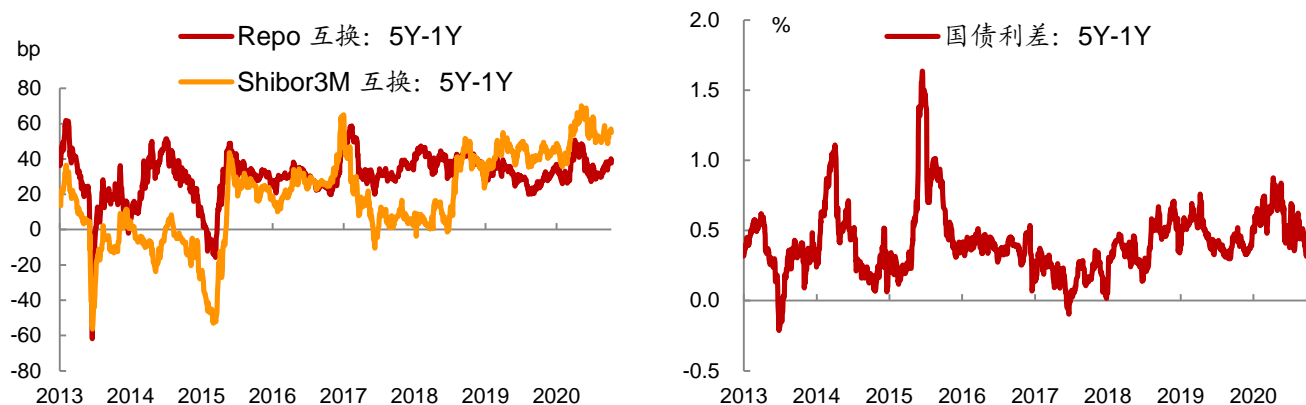
图表 18: 互换基差重回高点



资料来源: Wind, 中金公司研究

曲线利差交易，央行货币政策常态化管控下，我们预计参考利率波动性有望降低，互换曲线利差可能仍以小幅震荡为主，曲线利差交易的获利空间不是很大。

图表 19: 互换曲线利差



资料来源: Wind, 中金公司研究



策略回顾

► 国债期货

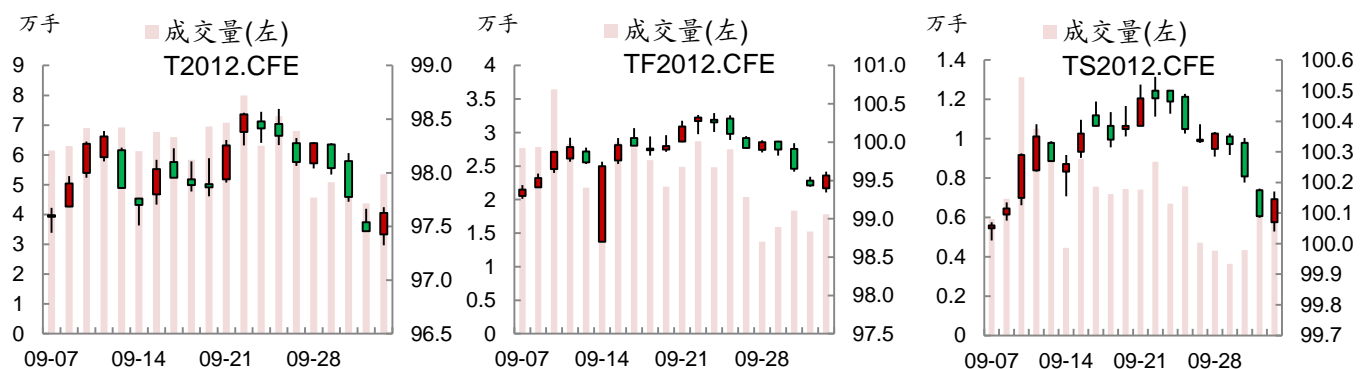
方向性交易，期货整体呈现箱体震荡，节后首个交易日跌幅较大。9 月以来（至 10 月 13 日）T2012 合约累积下跌 0.52%，TF2012 下跌 0.23%，TS2012 下跌 0.03%。

图表 20：各主力合约过去两周基本情况

合约	日期	收盘价 (元)	结算价 (元)	周日均交易 量(手)	持仓量 (手)	周累积 涨跌幅
T2012	2020-10-09	97.455	97.505	47,715	105,698	-0.66%
	2020-09-25	98.1	98.125	70,967	103,341	0.24%
TF2012	2020-10-09	99.435	99.455	15,810	55,328	-0.49%
	2020-09-25	99.925	99.965	25,275	54,379	-0.03%
TS2012	2020-10-09	100.090	100.100	4,596	22,366	-0.24%
	2020-09-25	100.335	100.345	7,046	21,880	-0.05%

资料来源：Wind, 中金公司研究

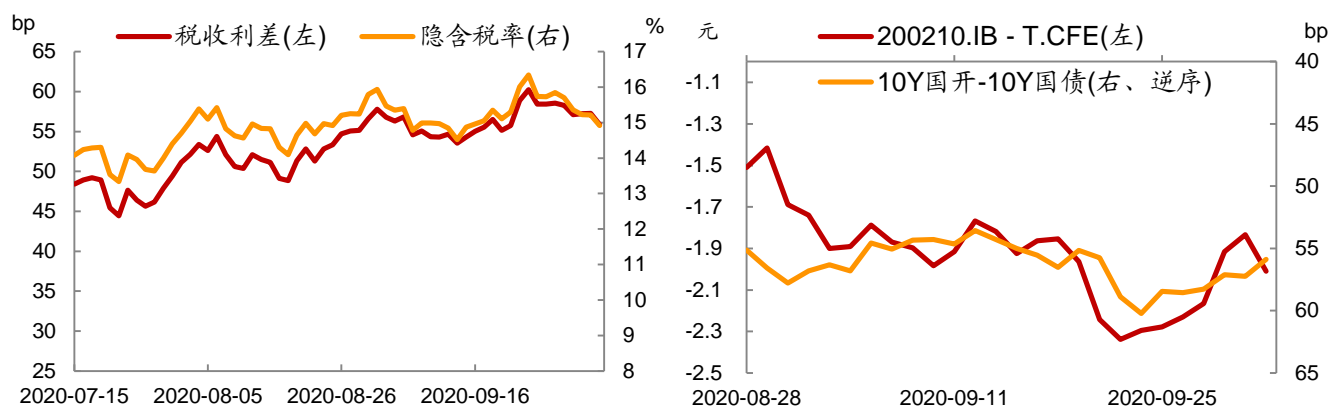
图表 21：当季、次季合约 K 线图走势与成交变动



资料来源：Wind, 中金公司研究

期现套利，随着资金利率抬升，各期货的 IRR 中枢也跟随提升，基差整体走低，但目前 T 合约仍处于贴水状态，TS 升贴水幅度相对更为合理。10Y 国开债与国债之间的税收利差以震荡为主。

图表 22：10Y 税收利差整体上行

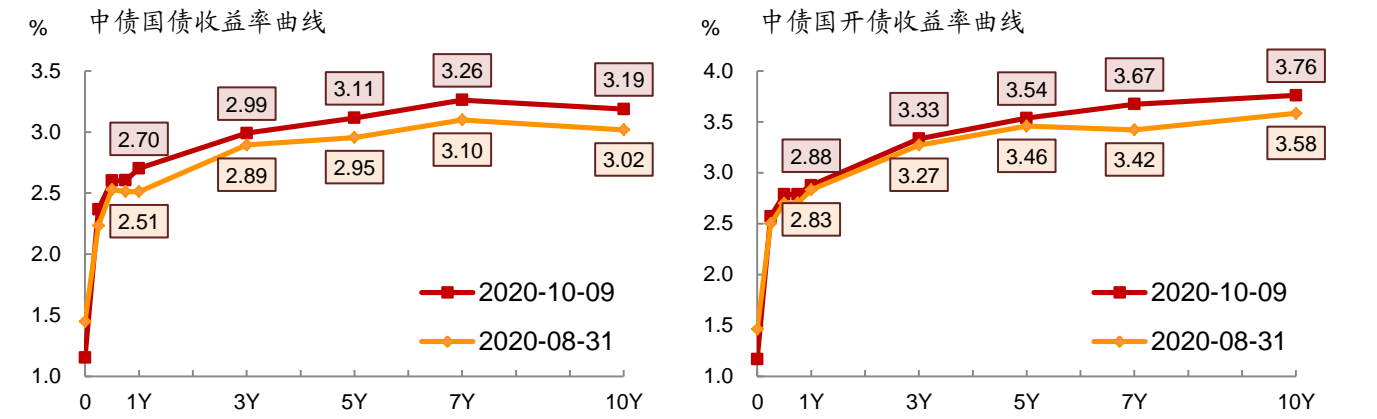


资料来源：Wind, 中金公司研究



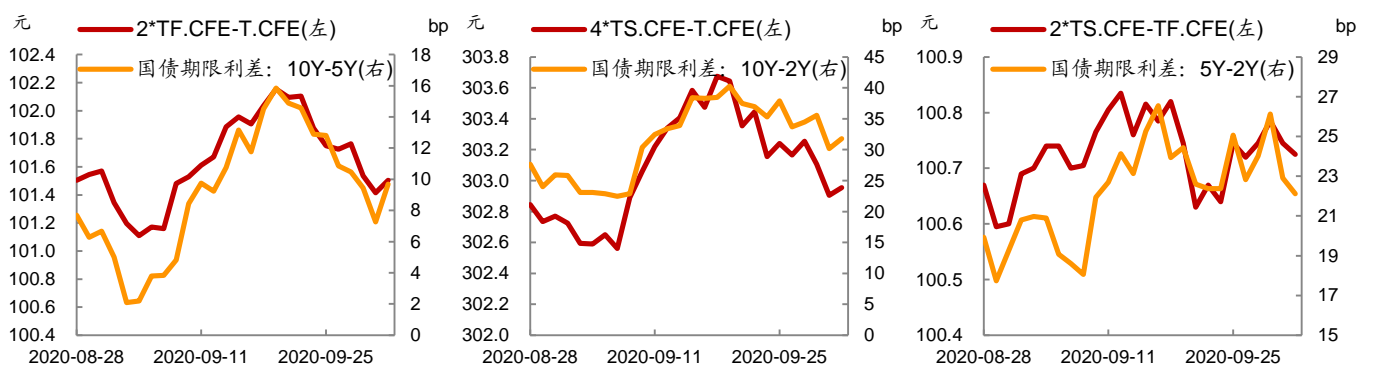
曲线利差交易，从曲线形态看，截至上周五，国债收益率曲线相较 8 月底平行上移，国开债曲线小幅趋陡，主要是 7Y 和 10Y 长端有所上行。

图表 23: 现券收益率曲线变动



资料来源: Wind, 中金公司研究

图表 24: 9 月以来曲线利差变动

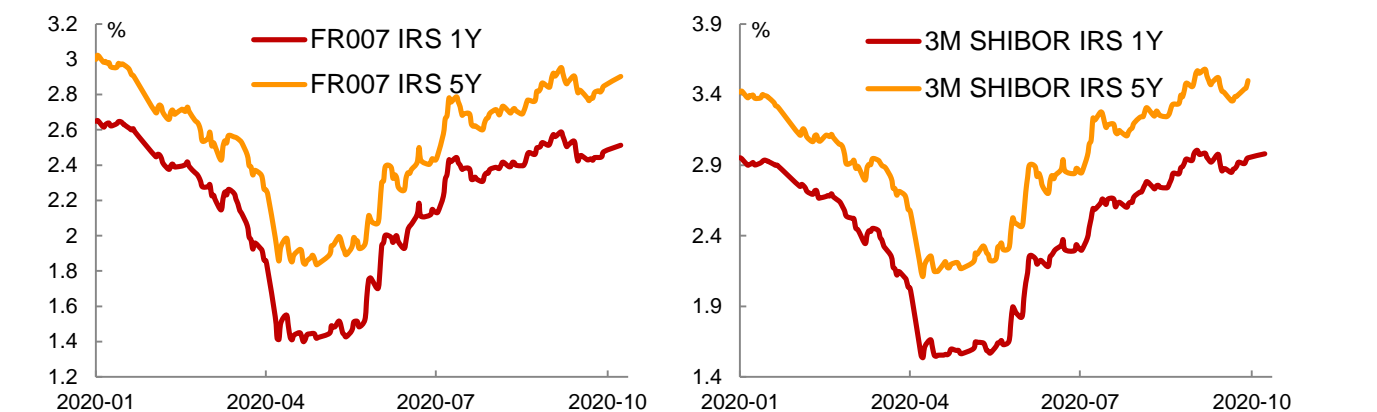


资料来源: Wind, 中金公司研究

利率互换

方向性交易，互换利率整体震荡为主，Shibor 端有所上行。Repo 端 1Y、5Y 期分别围绕 2.5%、2.85%附近波动，Shibor 端 1Y、5Y 期围绕 2.95%、3.55%附近波动。

图表 25: 互换利率整体震荡

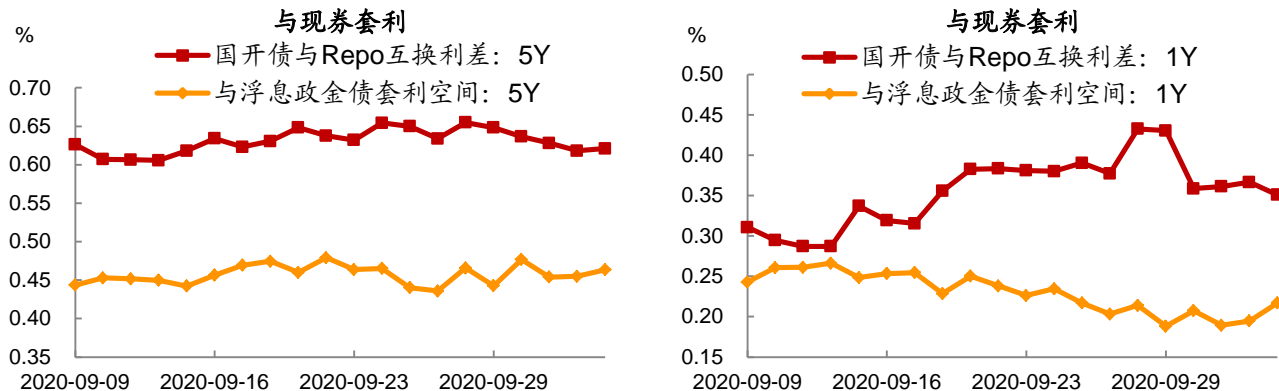


资料来源: Wind, 中金公司研究



与现券套利，互换与固息券的套利空间维持平稳，1Y 在 35-40bp 附近，5Y 在 60-65bp 附近；与浮息券的套利层面，长端波动较小，整体维持在 45bp 上下，短端有所回落，围绕 20-25bp 区间波动。

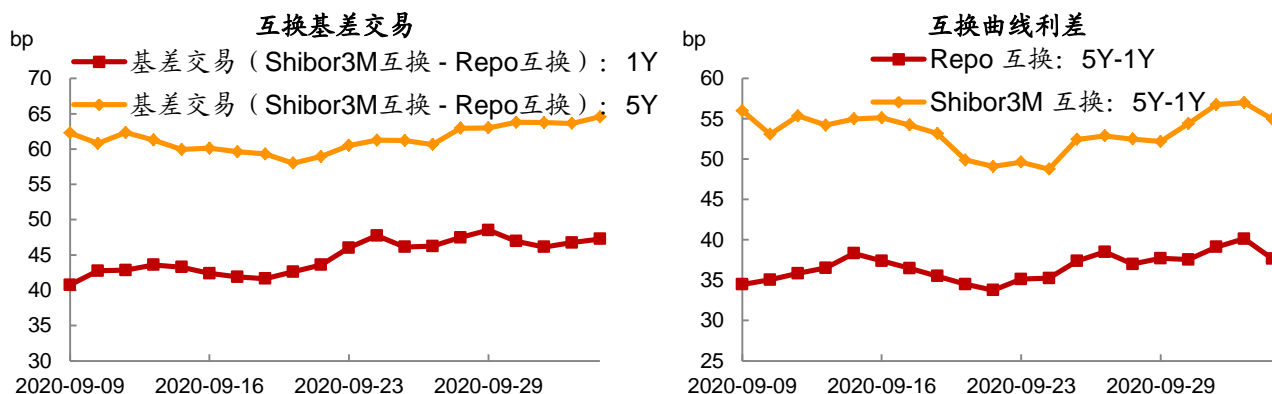
图表 26：互换与现券间存在一定套利机会



资料来源：Wind, 中金公司研究

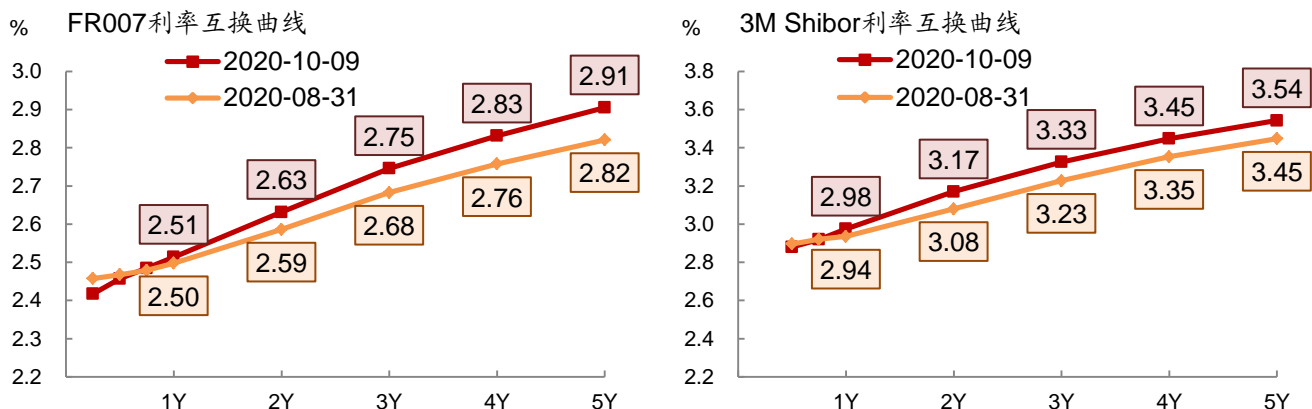
基差交易和曲线利差交易，基差方面，5Y 长端基差整体震荡，1Y 短端上行。当前 1Y、5Y 对应的互换基差分别回升至 47bp、65bp 附近。曲线利差层面，互换曲线整体趋陡，Repo 端更为明显，当前 Shibor 端、Repo 端利差分别为 55bp 和 38bp。

图表 27：基差与利差走势



资料来源：Wind, 中金公司研究

图表 28：互换曲线变动情况

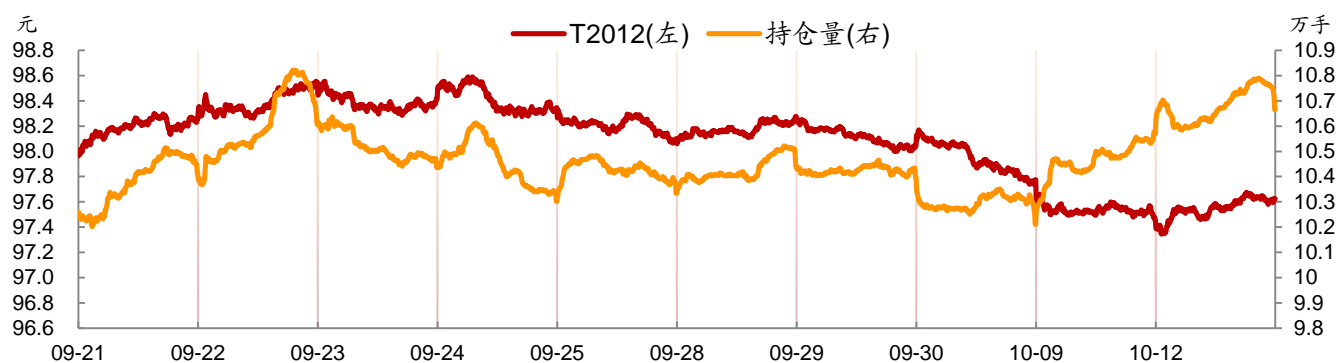


资料来源：Wind, 中金公司研究



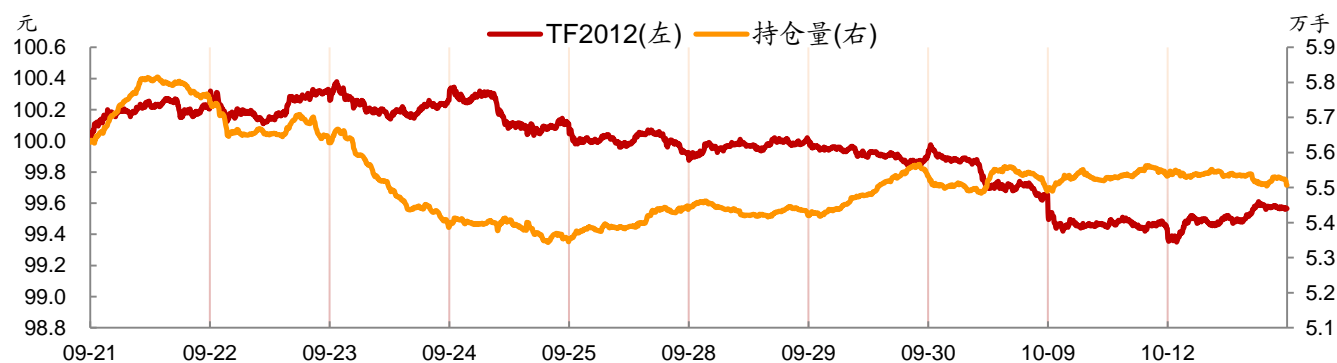
衍生品数据回顾

T 活跃合约价格、持仓走势（高频分钟线）



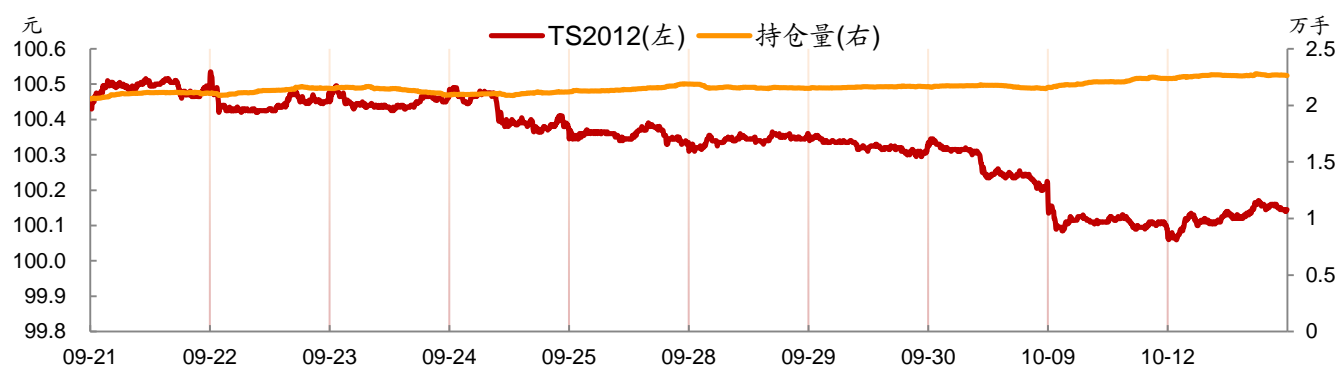
资料来源：万得资讯、中金公司研究

TF 活跃合约价格、持仓走势（高频分钟线）



资料来源：万得资讯、中金公司研究

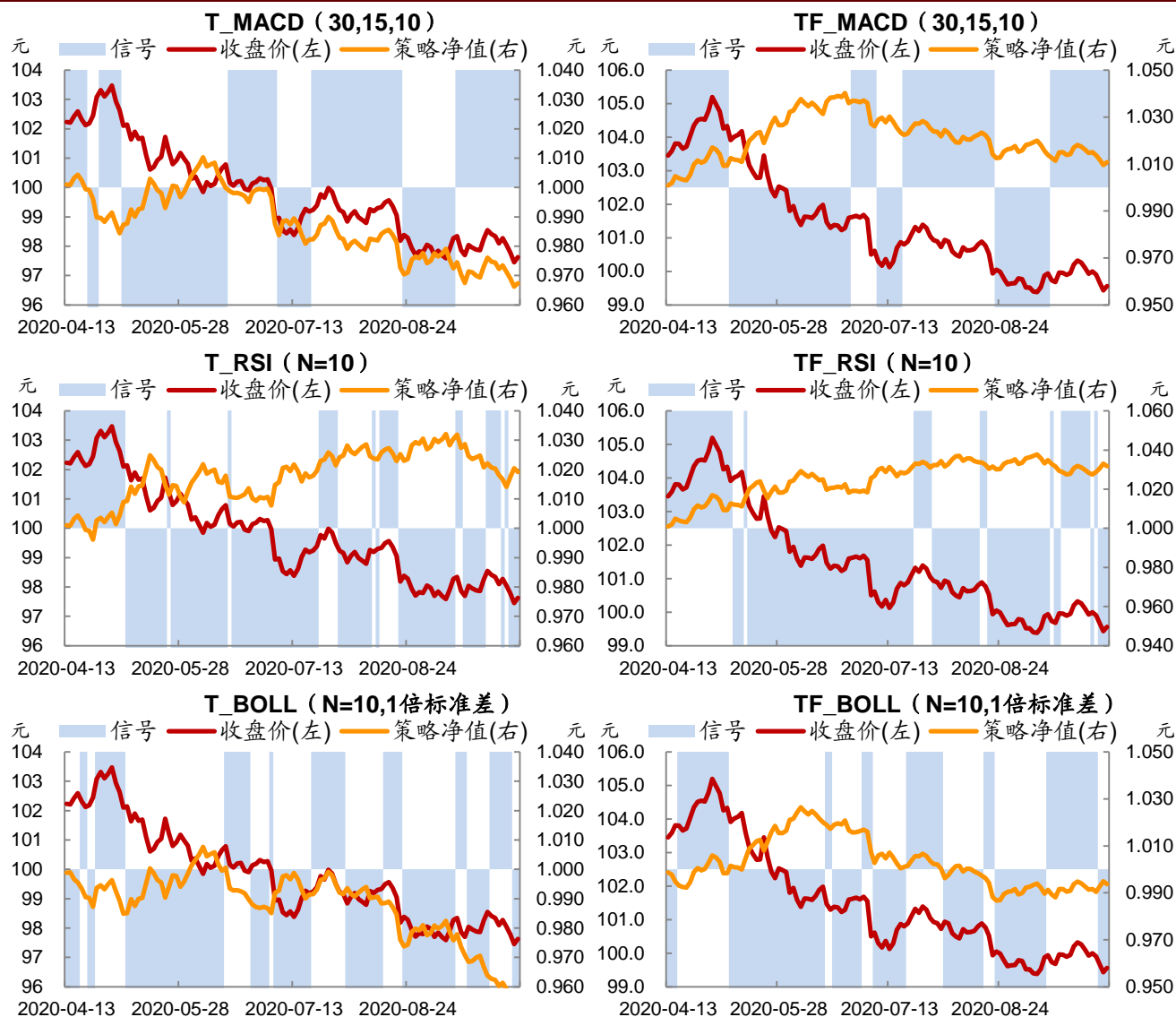
TS 活跃合约价格、持仓走势（高频分钟线）



资料来源：万得资讯、中金公司研究

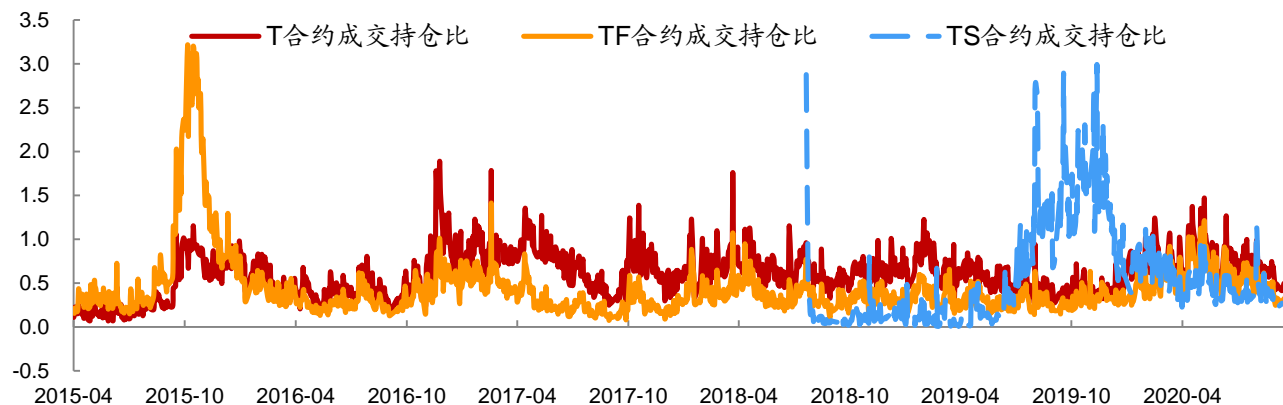


T、TF 合约 K 线图及技术信号策略表现



资料来源：Wind, 中金公司研究

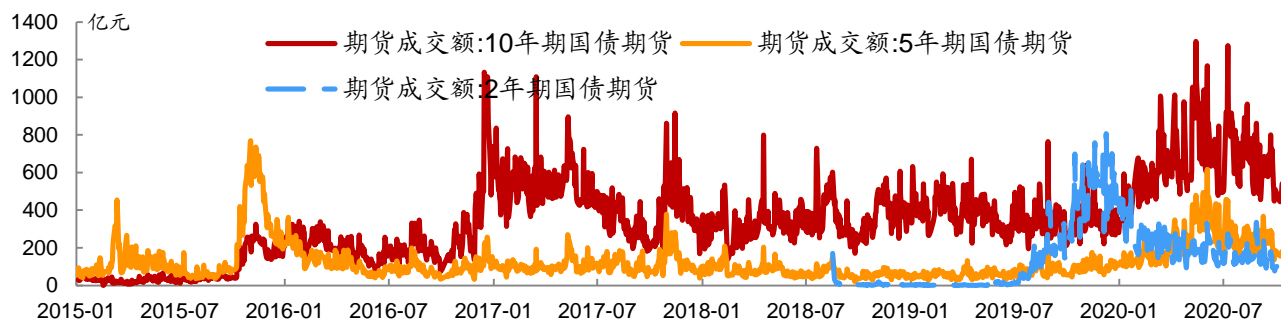
国债期货成交持仓比



资料来源：万得资讯、中金公司研究



国债期货成交情况



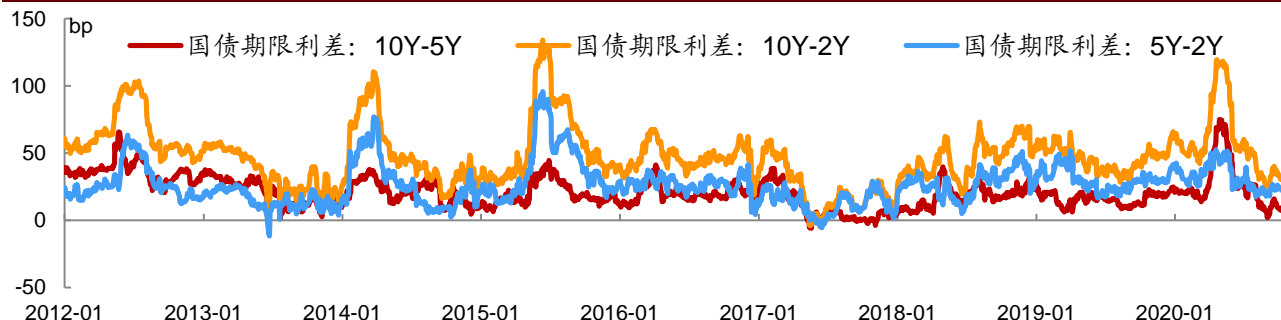
资料来源：万得资讯、中金公司研究

国债期货持仓情况



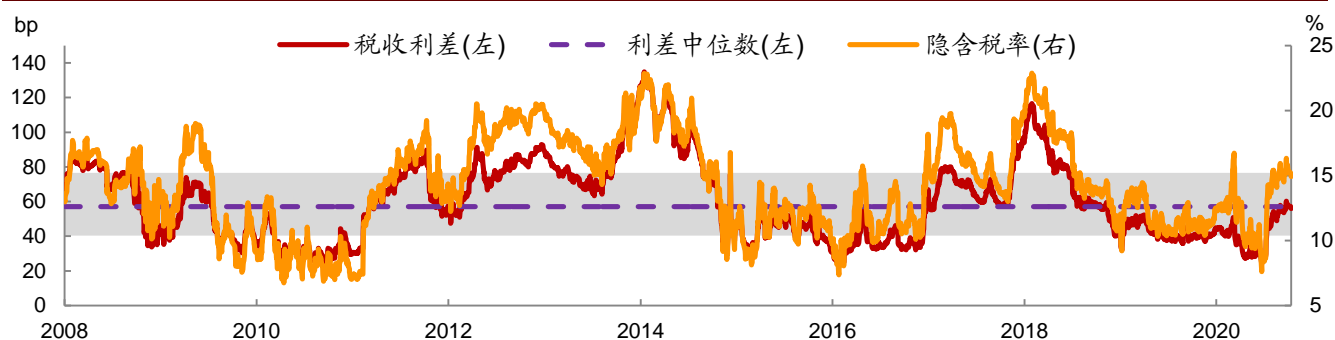
资料来源：万得资讯、中金公司研究

国债期限利差



资料来源：万得资讯、中金公司研究

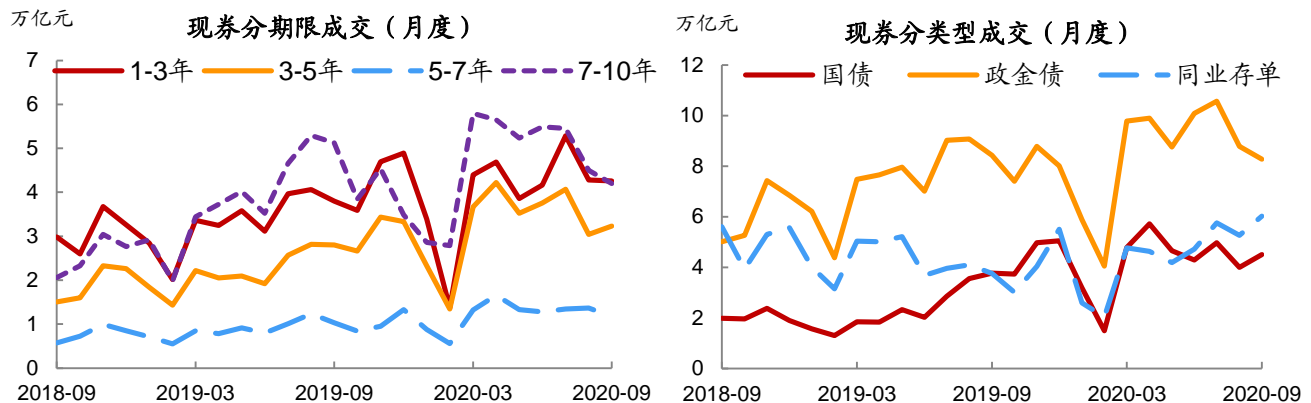
税收利差



资料来源：万得资讯、中金公司研究

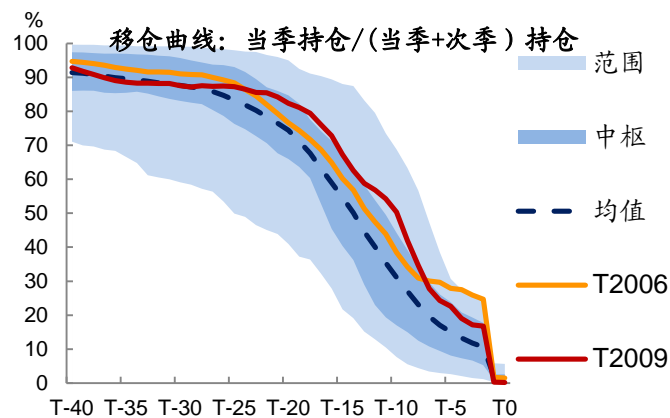


现券市场成交情况



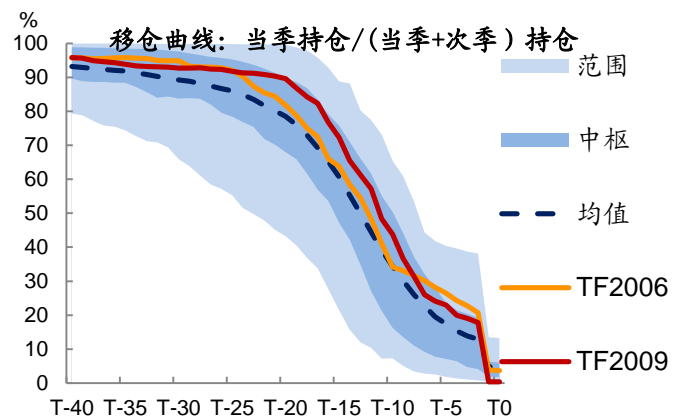
资料来源：Cfets、中金公司研究

T 合约移仓曲线



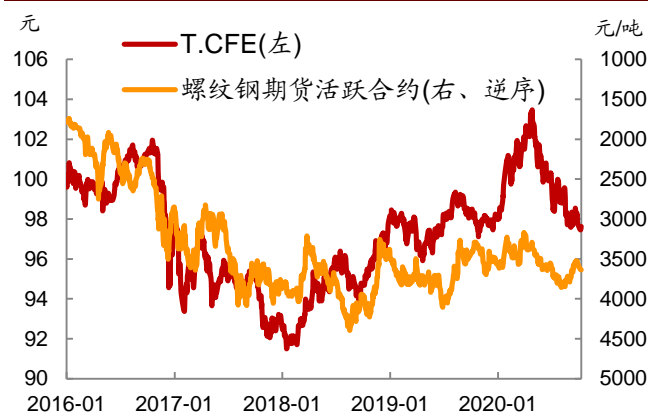
资料来源：万得资讯、中金公司研究

TF 合约移仓曲线



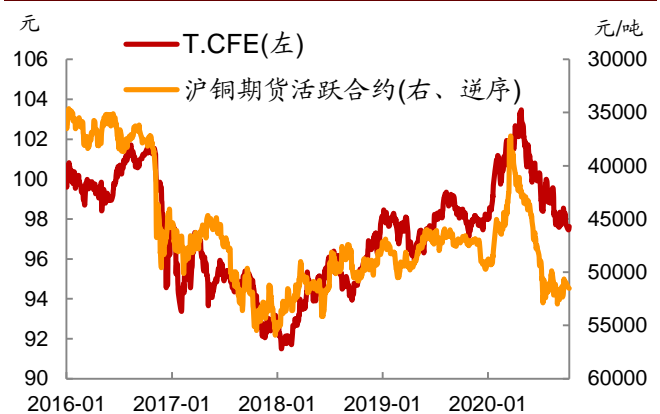
资料来源：万得资讯、中金公司研究

国债期货 vs 螺纹钢期货



资料来源：万得资讯、中金公司研究

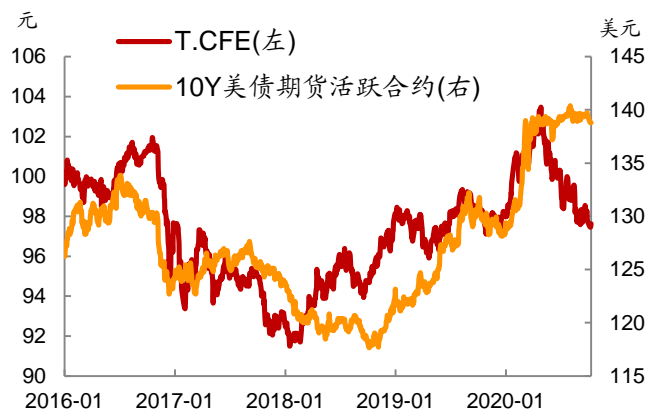
国债期货 vs 沪铜期货



资料来源：万得资讯、中金公司研究

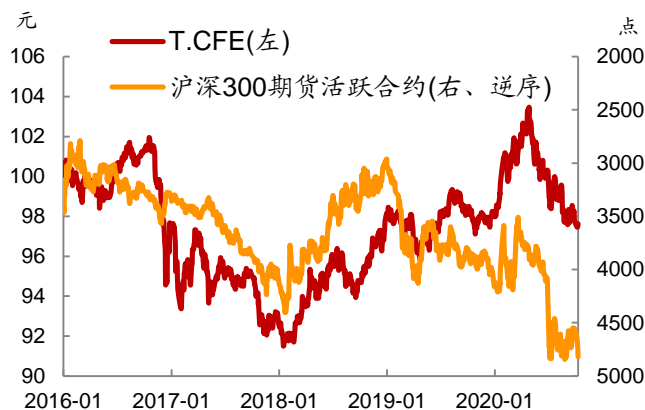


国债期货 vs 美债期货



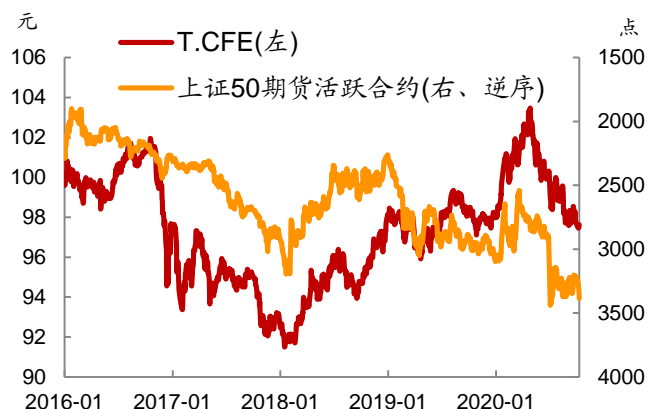
资料来源：万得资讯、中金公司研究

国债期货 vs 沪深300期货



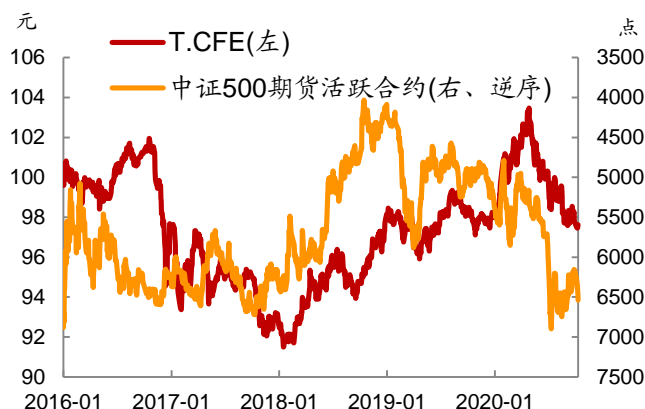
资料来源：万得资讯、中金公司研究

国债期货 vs 上证50期货



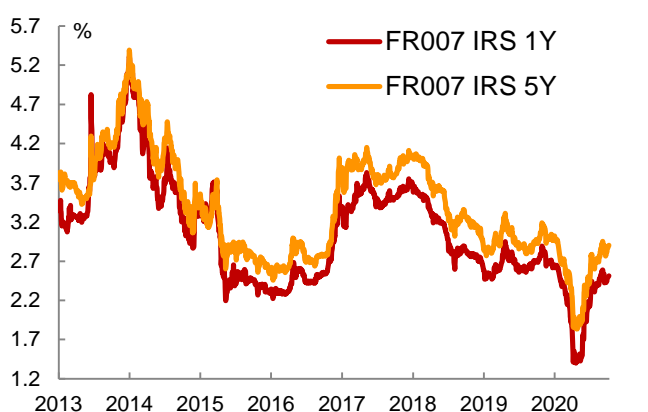
资料来源：万得资讯、中金公司研究

国债期货 vs 中证500期货



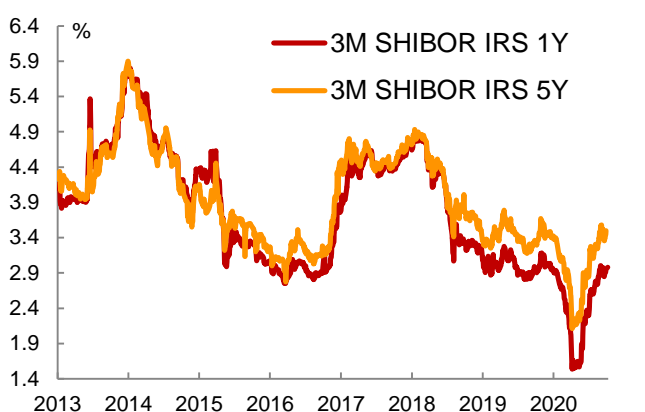
资料来源：万得资讯、中金公司研究

Repo 端互换利率走势



资料来源：万得资讯、中金公司研究

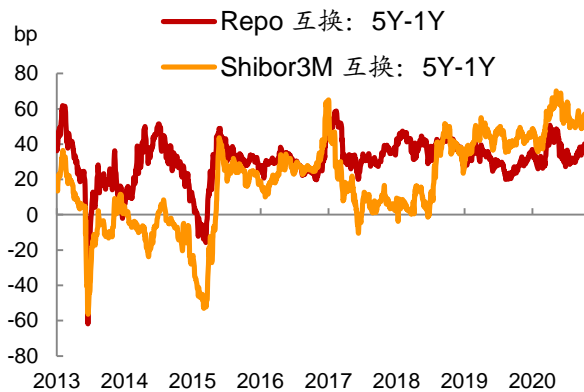
Shibor 端互换利率走势



资料来源：万得资讯、中金公司研究

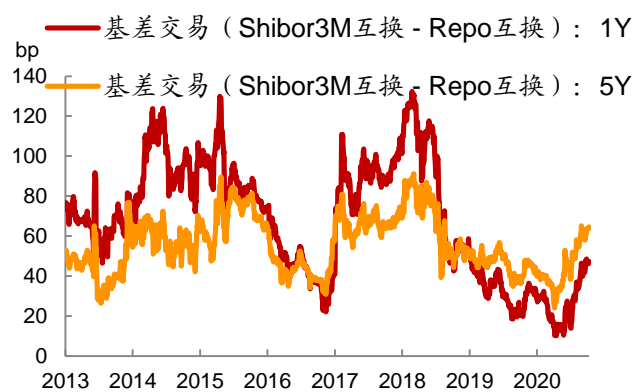


互换利率曲线利差



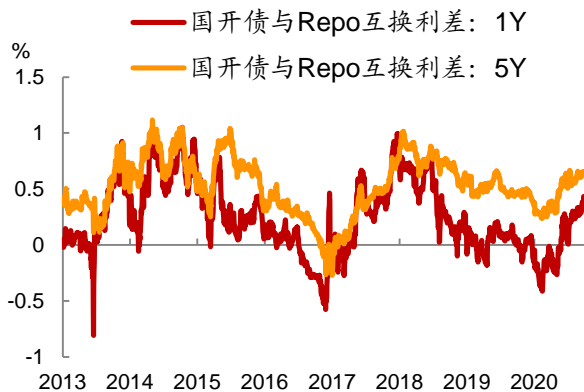
资料来源：万得资讯、中金公司研究

互换基差



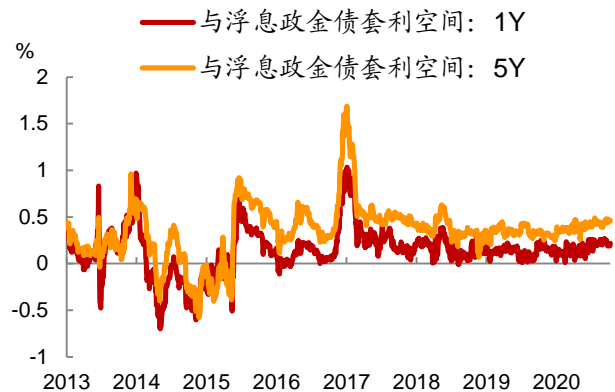
资料来源：万得资讯、中金公司研究

互换与固息债套利



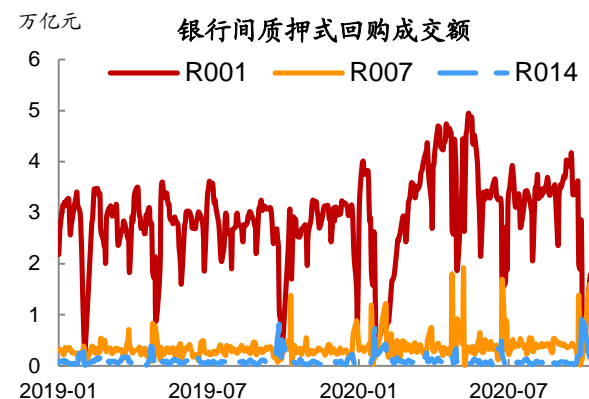
资料来源：万得资讯、中金公司研究

互换与浮息债套利



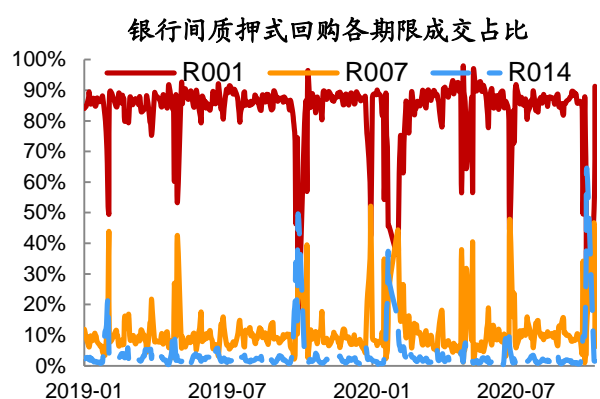
资料来源：万得资讯、中金公司研究

银行间质押式回购各期限成交额



资料来源：万得资讯、中金公司研究

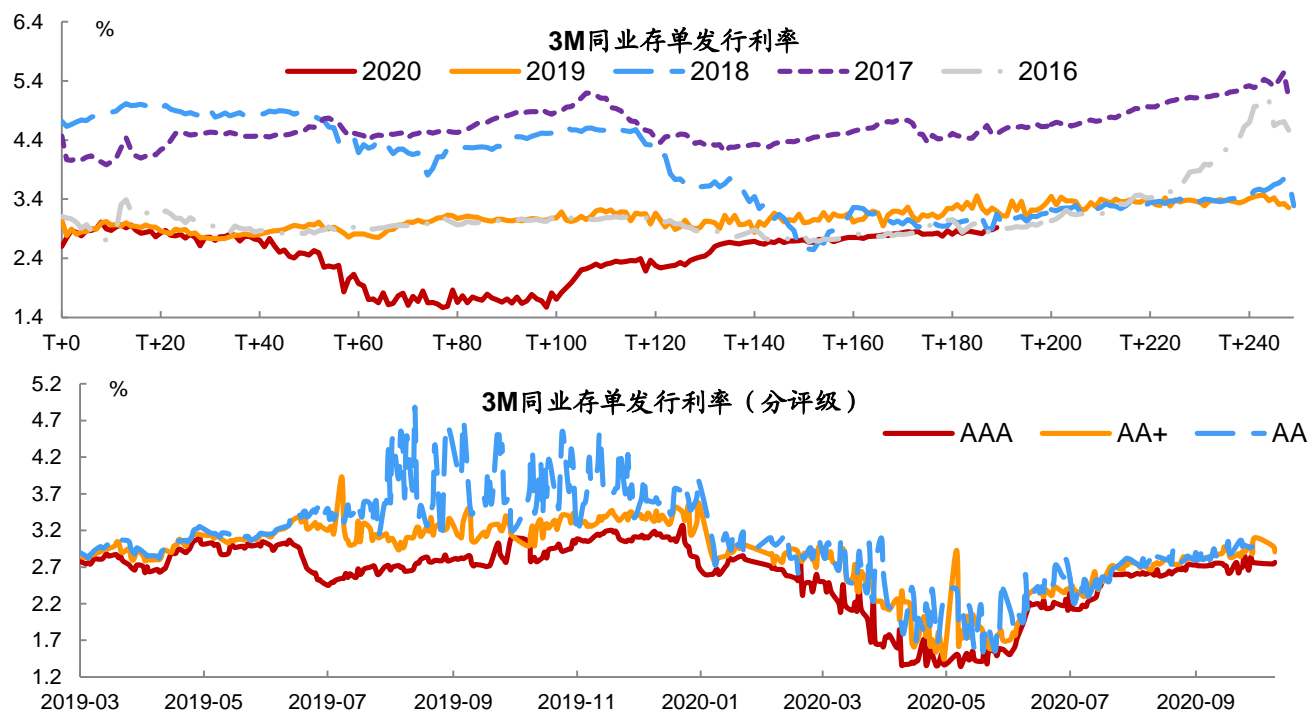
银行间质押式回购各期限占比



资料来源：万得资讯、中金公司研究

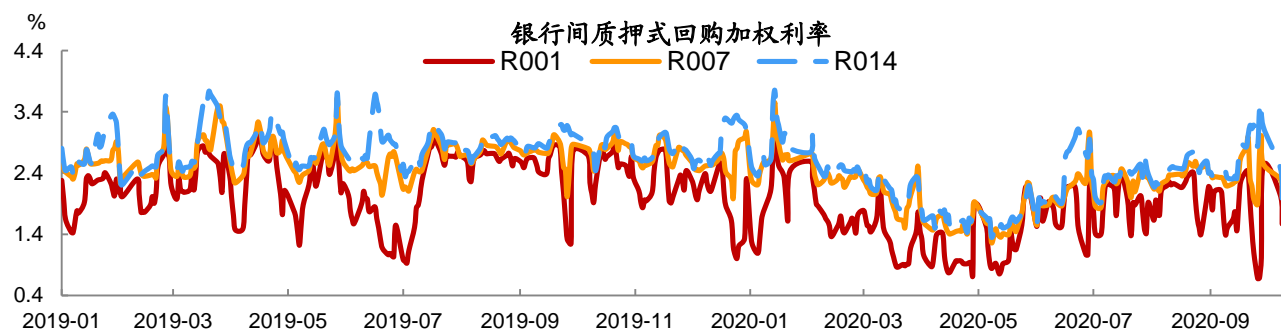


3 个月同业存单发行利率



资料来源：万得资讯、中金公司研究

银行间质押式回购加权利率



资料来源：万得资讯、中金公司研究



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908

编辑：樊荣



中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

美国

CICC US Securities, Inc

32th Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

英国

China International Capital Corporation (UK) Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

香港

中国国际金融（香港）有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

