



中国利率衍生品双周报

固定收益研究报告

2020 年 11 月 5 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

浮息存单知多少?

热点讨论: 浮息存单知多少?

浮息存单属于浮息债的一种, 其票面利率不固定、会跟随挂钩利率定期调整, 对于发行人(银行)和投资人而言都有规模利率波动风险的作用。

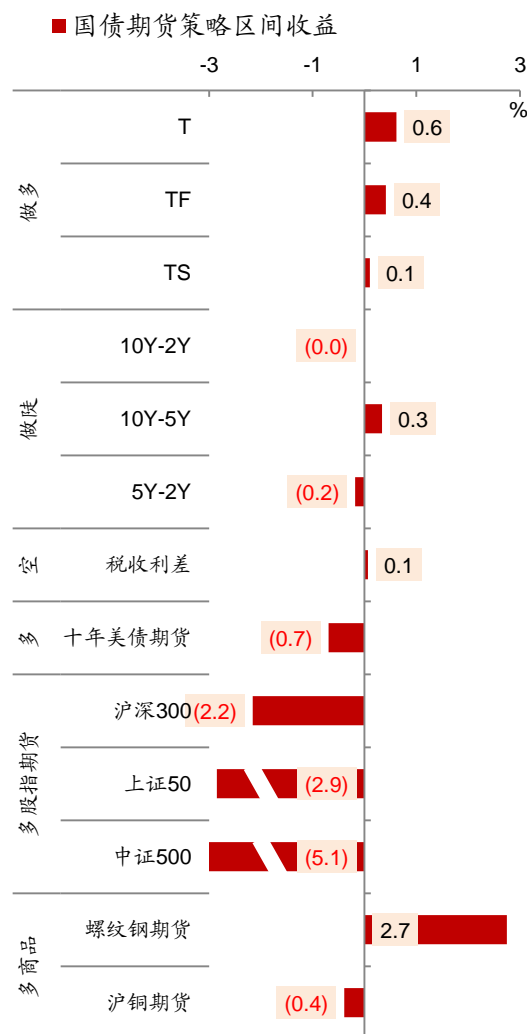
浮息存单的优势包括: 1) 可以规避利率波动风险, 如上所述; 2) 对货币政策传导的效果提升。3) 通过利率互换可以对浮息存单挂钩的基准利率部分的风险进行对冲, 只保留点差部分。浮息存单也存在一些劣势, 包括: 1) 目前浮息债市场仍比较小众, 存量债券规模不大, 占比较低, 还没有培育出相应的比较大的投资群体, 市场接受度需要提高。2) 在不对冲的前提下, 浮息债的不确定性较高, 包括收益率不稳定等。3) 2016 年年底债券市场利率大幅上行时, 浮息债估值同样大幅受挫下行, 甚至浮亏比同期限可比固息债还要高, 并没有真正实现规避利率波动风险的效果, 因此其相比固息债的优势也一度被市场质疑。

首只浮息存单发行于 2015 年, 2016-2017 年是发行高峰, 到 2018 年发行量骤减, 规模也开始压降, 今年前 11 个月浮息存单合计发行 14 只, 发行规模共计 214.8 亿元, 净增规模-375 亿元。目前历史上发行的浮息存单挂钩的按基准利率划分可分为两种, 一类是挂钩 3M Shibor+点差, 另一类是挂钩 3M Shibor 5 日均值+点差。

过去债券市场上并没有发行过挂钩 DR 或 R 系列的浮息债券, 主要一个原因可能是在于回购利率期限较短, 以 7D 为主, 重置日也以 7D 为周期, 但债券付息频率通常为季度起付, 参考利率重置周期要短于付息周期, 因此需要制定一个比较合理的基准利率确定方式。虽然没有浮息债券先例, 但我们可以参考 FR 和 FDR 利率互换的参考利率确定机制。这种确定方式的一个好处在于市场可以很快接受, 尤其是对参与过利率互换的投资者而言。还有一个好处在于可以很方便的跟 FR 和 FDR 利率互换进行搭配对冲, 包括参考利率确定方法、重置周期、付息频率、计息方式等都比较一致, 可以一定程度上实现“准无缝”对冲。

如果推出挂钩 DR 的浮息存单, 可能面临的阻碍包括: 一是投资者群体不大, 需要时间培育市场参与者和专业投资者。二是发行方意愿不足。三是浮息存单发行流程上及费用层面的一些问题。四是需要同步推动 FDR 利率互换的活跃度。五是需要先改变整个

国债期货策略过去两周区间收益率



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究, 数据截至 10/30



银行间同业业务的定价体系。

衍生品市场展望

基本面：

经济层面，消费链条修复仍在，对经济有支撑，但需要警惕的是冬季疫情反复的风险。

政策层面，目前市场对货币政策进一步收紧的预期有所降温，但四季度财政发力可能提速，对经济形成支撑。

供需层面，地方债和政金债的供给压力暂缓，但国债剩余供给压力仍在。

资金面和市场情绪上，跨月之后资金面重回宽松，回购利率重新下行，需要看月中央行 MLF 投放态度。市场情绪上，欧美二次疫情、美国总统大选后续发展、国内信用违约抬头等事件冲击下，债市情绪此前转向偏积极。但也需要警惕美国大选尘埃落定后，预期的修正和重定价。

国债期货

方向性交易上，短期交易情绪可能对债市仍有支撑（但关键点位上可能遇阻），但需要警惕境外资金流出的风险，期货小幅震荡概率较高。我们建议没有仓位的投资者可以先观望，可趁移仓之际直接布局次季 2103 合约。

期现套利上，TS 的正套保护空间进一步扩大，适合低融资成本的机构介入操作。税收利差上，短期可以暂离场，中期来看我们仍建议做空税收利差。

曲线利差，目前短端利率制约仍在存单，但我们预计央行 MLF 续作会呵护市场，叠加财政存款投放加速，可以择机做陡曲线。

利率互换

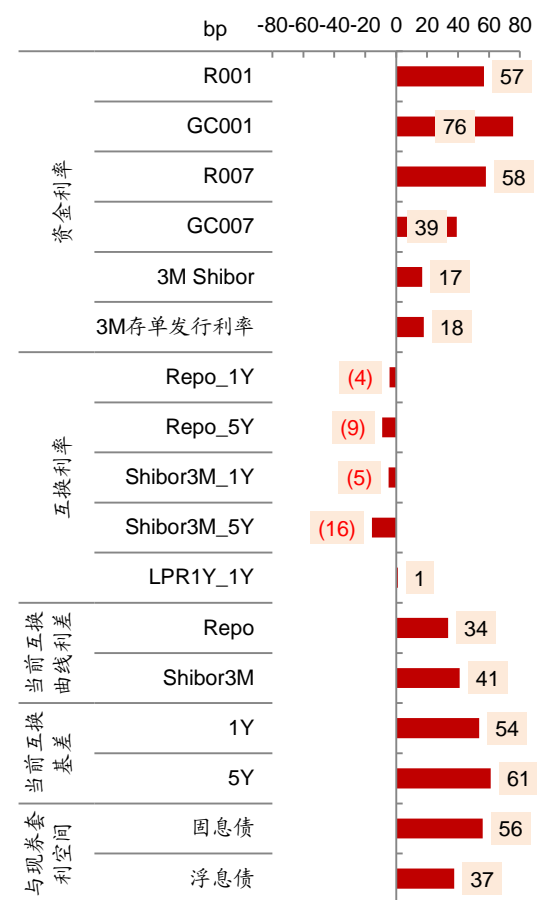
方向性交易，短期内互换利率可能仍维持此前小幅波动的态势，但中枢可能回落。

与现券套利，套利空间近期有所压缩（主要是 5Y 长端），但仍在相对高位，与固息搭配空间高于浮息，且短端性价比高于长端，因此择优可以选择短端固息套利策略。

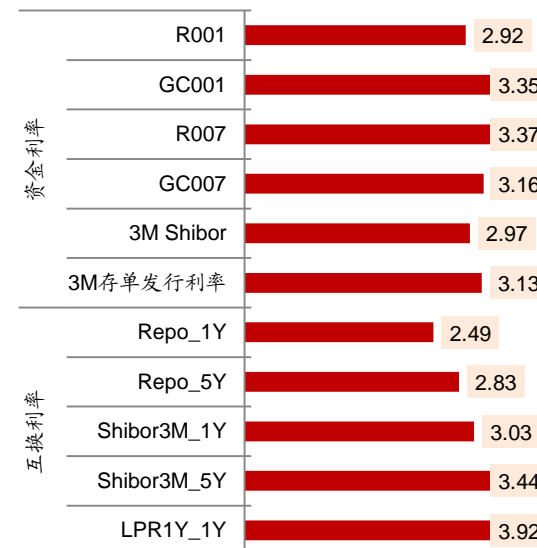
基差交易，如果银行同业存单到期压力得到有效化解，考虑到 repo 跨月后回归常态中枢水平，后续 Shibor 利率回落幅度将高于 repo 利率，我们认为基差有望进一步回落，继续推荐基差收窄的策略。

曲线利差交易，同国债期货部分的分析，目前短端利率的制约在存单利率，一旦存单到期压力化解，短端利率下行空间可能打开，从而带动曲线重新陡峭，但获利空间可能有限。

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 10/30

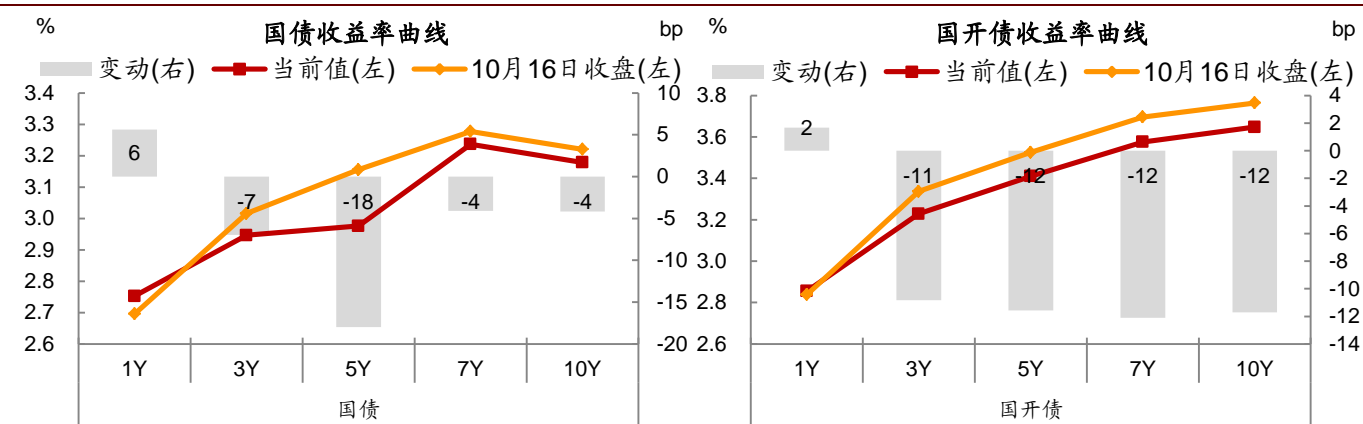


市场回顾与热点讨论

市场回顾

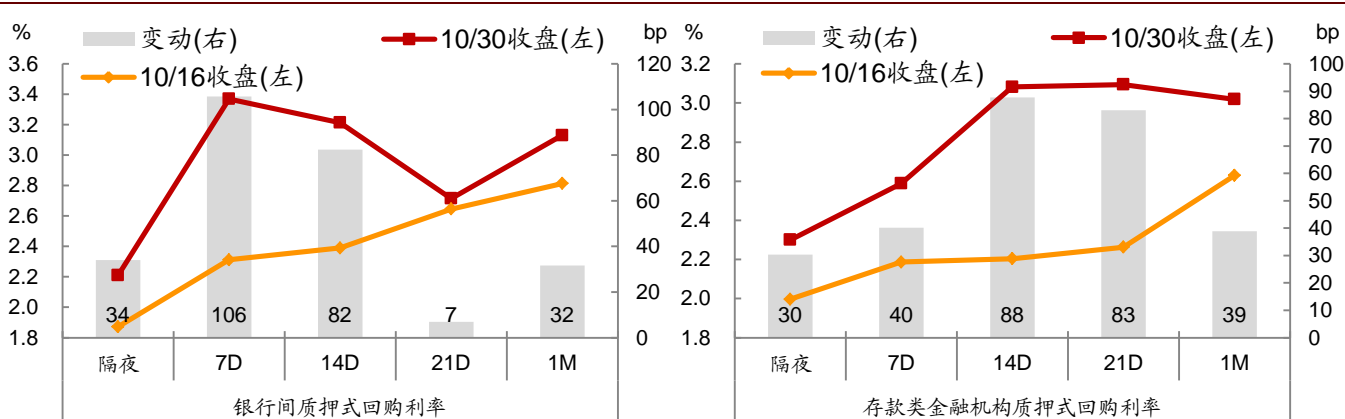
过去两周债市先走强，后震荡。欧美二次疫情来势汹汹，欧洲各国重启封锁，美国二轮财政谈判未果，叠加原油价格受挫大幅回落，全球股市普跌，避险情绪升温，债市情绪好转，长端利率回落。短端受制于税期叠加月末时点扰动，回购利率大幅抬升，存单利率高位盘中，货币市场利率整体上移，利率曲线趋平。截至本周一收盘，10Y 国债活跃券（200006.IB）收在 3.17%，10Y 国开债活跃券（200210.IB）收在 3.70%。资金利率层面，跨月后资金面紧张的情绪稍有好转，货币市场利率有所下行，R007 加权平均利率降回 2.80%（10 月 30 日加权为 3.37%）。

图表 1：中长端利率普遍下行，国开债调整幅度明显高于国债



资料来源：Wind，中金公司研究（当前值为 11/2 日收盘价）

图表 2：货币市场利率上行

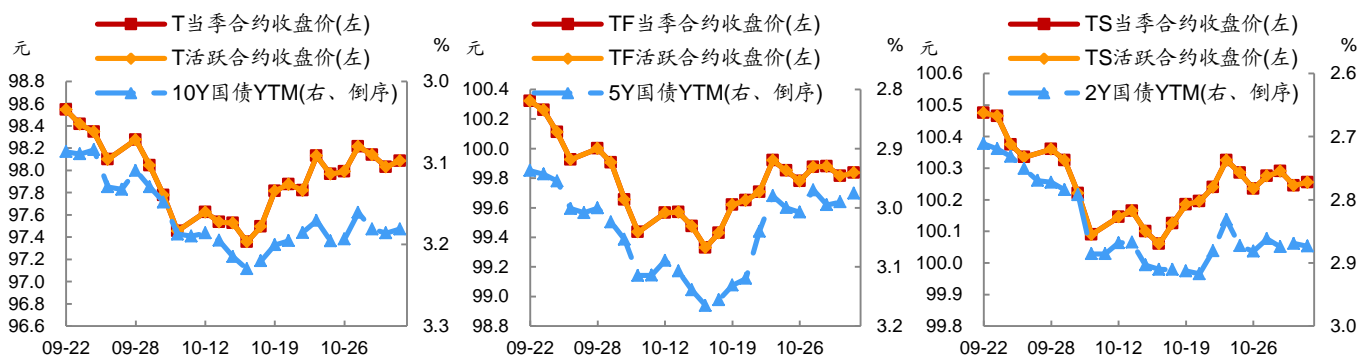


资料来源：Wind，中金公司研究

衍生品市场上，国债期货与现券走势一致，先上涨，后转为震荡。截至周一收盘，T2012、TF2012、TS2012 收盘价分别为 98.3、99.985、100.305。利率互换层面，虽然基准利率在月末最后一周整体走高，但互换利率震荡偏弱，小幅下行为主，反映投资者对后续资金面进一步收紧的预期有所缓和。截至本周一，Repo 1Y 端利率降至 2.47%，5Y 端降至 2.83%，Shibor3M 1Y 端利率降至 3.02%，5Y 端降至 3.43%（外汇交易中心互换收盘曲线价格）。

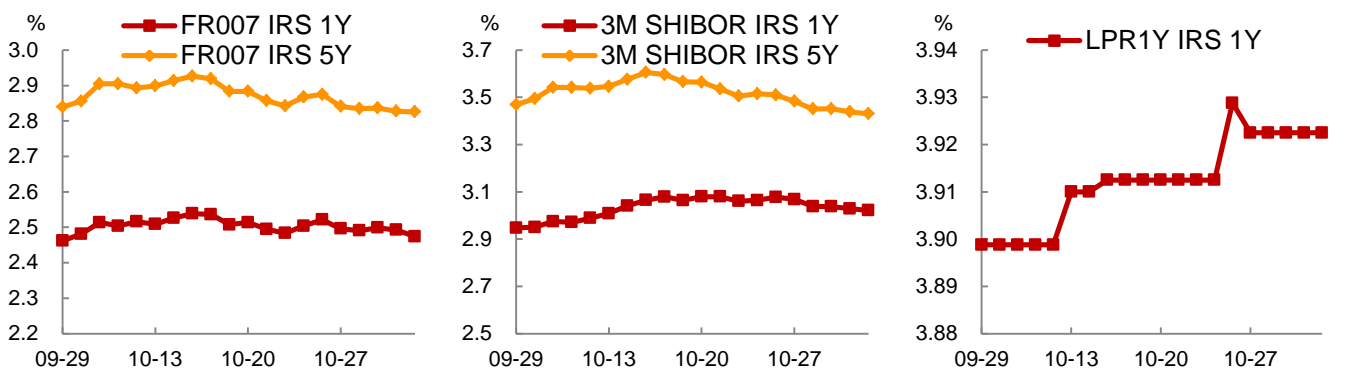


图表 3: 国债期货过去两周整体走强



资料来源: Wind, 中金公司研究

图表 4: 互换利率小幅回落



资料来源: Wind, 中金公司研究

► 热点：浮息存单知多少？

央行 2020 年 8 月 31 日发布《参与国际基准利率改革和健全中国基准利率体系》白皮书，其中提到“下阶段，中国银行间基准利率体系建设的重点在于推动各类基准利率的广泛运用，通过创新和扩大 DR 在浮息债、浮息同业存单等金融产品中的运用，将其打造为中国货币政策调控和金融市场定价的关键性参考指标。”从央行指引看，后续浮息债和浮息存单可能迎来新的发展机遇。因此本期热点我们会对浮息存单的历史、现状、展望等方面进行展开讨论。

1、什么是浮息存单？浮息存单的优势和劣势在哪里？

浮息存单属于浮息债的一种，其票面利率不固定、会跟随挂钩利率定期调整，对于发行人（银行）和投资人而言都有规模利率波动风险的作用。从发行人角度讲，如果预期未来利率水平整体下行，发行挂钩浮动利率的浮息债可以有效节约成本，从成本端规避利率下行时固息债应付利息公允价值抬升的风险。从投资人角度讲，如果预期未来利率水平整体上行，买入挂钩浮动利率的浮息债可以增厚收益，从获利端规避利率上行时固息债账面出现浮亏的风险。

浮息存单的优势包括：1）可以规避利率波动风险，如上所述；2）对货币政策传导的效果提升。浮息存单挂钩的通常为货币市场利率，目前以 Shibor 3M 为主，而政策层面也在鼓励增加挂钩 DR 系列的浮息存单发行。浮息存单从结构上讲，所挂钩的基准利率是直接对货币政策或者说货币市场基准利率的反映，而点差部分则反映的是银行负债缺口的压力、银行信用资质的差异等微观因素。因此从货币政策传导角度来讲，浮息存单从对货币政策的反映速度、直接程度等方面的效果都要好于固息存单，能够及时向市场传递有效信号。3）从对冲和交易策略角度讲，通过利率互换可以对浮息存单挂钩的基准利



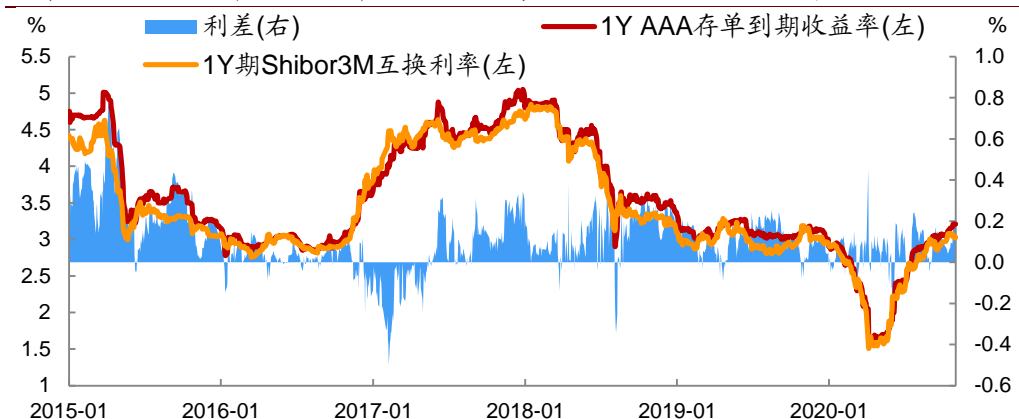
率部分的风险进行对冲，只保留点差部分，暨可以通过互换和浮息存单的组合，提前锁定固定利差。这种组合也为投资者提供了新的交易策略，相当于只交易了银行信用和负债压力等微观因素风险。相比之下，目前固息存单的套保上面临诸多问题，其通过互换对冲的效果也受到了市场的一些诟病，包括基差风险、资金利率波动风险无法有效规避等。

图表 5：目前市场上固息存单发行利率对货币政策传导效果不佳



资料来源：Wind, 中金公司研究

图表 6：互换对冲固息存单时，基差等风险的扰动会侵蚀套保效果

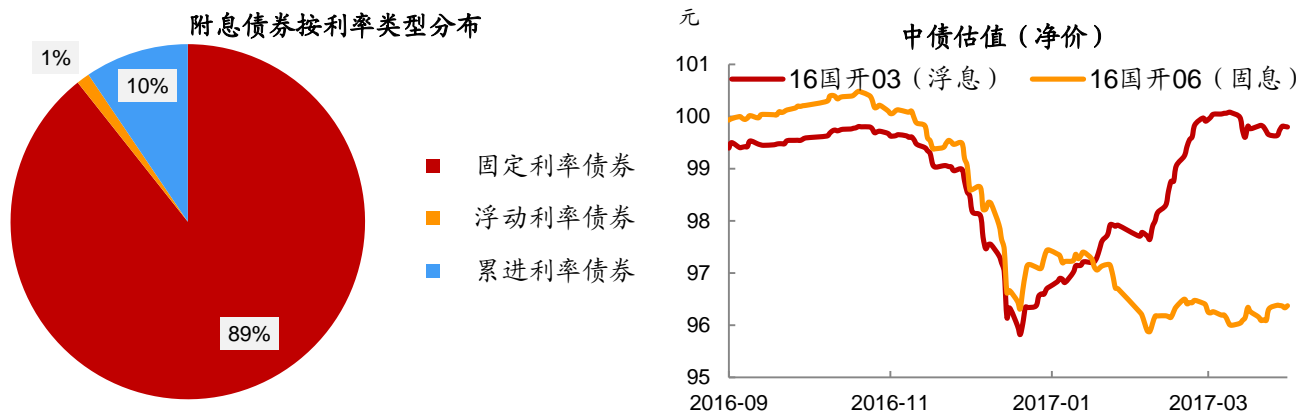


资料来源：Wind, 中金公司研究

浮息存单也存在一些劣势，包括：1）目前浮息债市场仍比较小众，存量债券规模不大，占比较低，还没有培育出相应的比较大的投资群体，市场接受度需要提高。2）在不对冲的前提下，浮息债的不确定性较高，包括收益率不稳定等。对于条款比较复杂的浮息债，可能还会面临无法通过现金流测试的问题，还可能导致无法用摊余成本法计量，只能采用公允价值。3）2016 年年底债券市场利率大幅上行时，浮息债估值同样大幅受挫下行，甚至浮亏比同期限可比固息债还要高，并没有真正实现规避利率波动风险的效果，因此其相比固息债的优势也一度被市场质疑。



图表 7：浮息债市场比较小众，规模占比低（左）；2016 年利率大幅走高之际，浮息债表现并没有明显好于固息债（右）



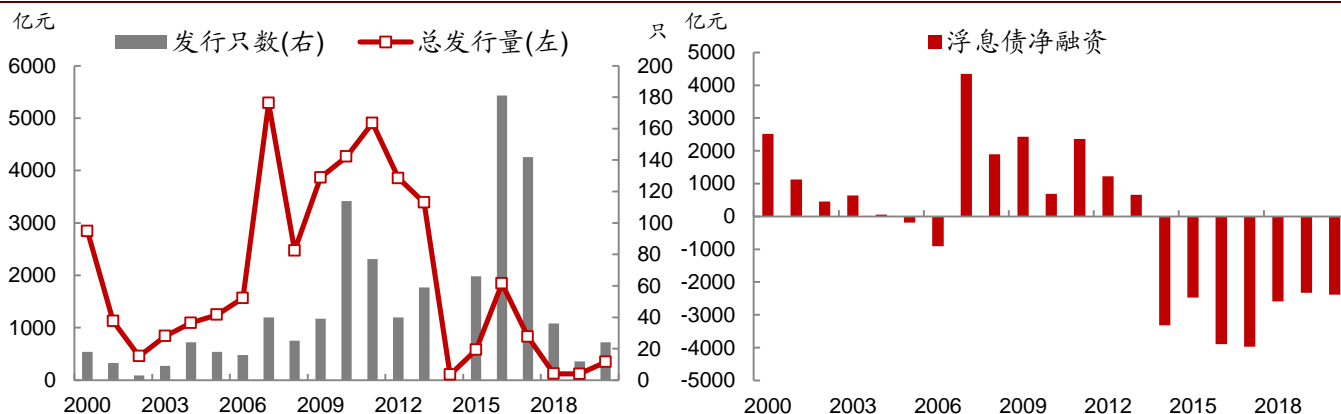
资料来源：Wind, 中金公司研究，数据截至 11/3

2、浮息债和浮息存单目前存量有多少？历史上浮息存单发行状况如何？都是什么样的结构？

截至 10 月 30 日收盘，市场上存量浮息债券（不含 ABS、ABN）48 只，余额合计 2788 亿元，占全市场债券余额比重不足 0.3%。其中同业存单存量 14 只，余额 214.8 亿元；政金债 14 只，余额 2318 亿元；企业债 13 只，余额 233.5 亿元；公司债、中票、超短融合计 7 只，余额 21.6 亿元。

历史发行情况看，浮息债券的发行高峰有两个，2009-2010 年和 2016-2017 年；从净增上看，2014 年以来年度净增转为负数，即存量规模开始压降，主要是早期政策性银行发的一些挂钩定存利率的浮息债逐渐到期，而发行人滚续发行的动力不足所致。

图表 8：历史上浮息债券发行情况（左）；2014 年以来，浮息债存量规模开始压降（右）

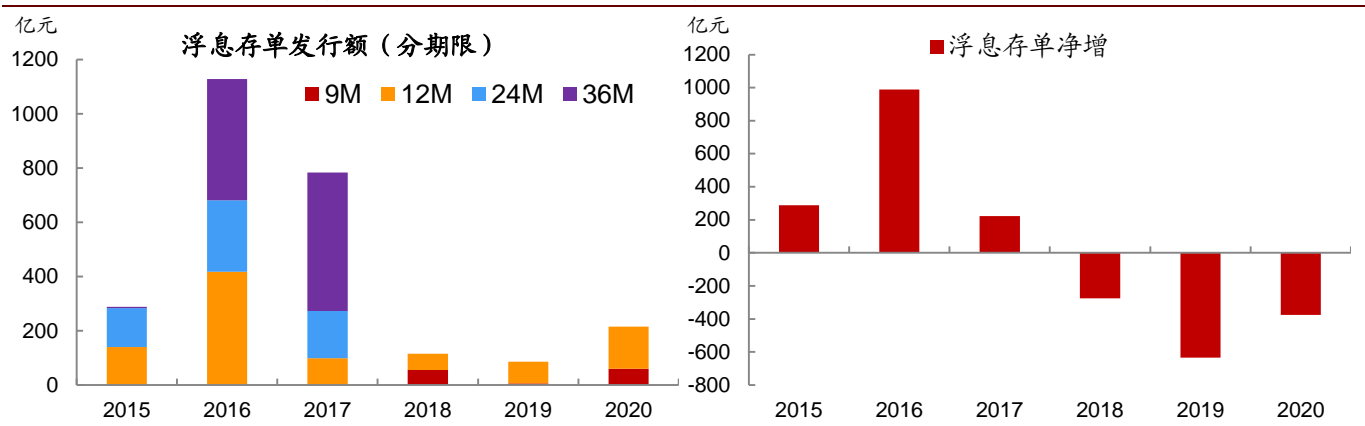


资料来源：Wind, 中金公司研究

首只浮息存单发行于 2015 年，2016-2017 年是发行高峰，到 2018 年发行量骤减，规模也开始压降，今年前 11 个月浮息存单合计发行 14 只，发行规模共计 214.8 亿元，净增规模-375 亿元。2015-2017 年发行的浮息存单期限通常在 1-3Y，其中以 3Y 为主。2018 年以来发行期限降至 1Y 及以下，以 1Y 期为主，9M 为辅。



图表 9: 历史上浮息存单发行情况 (左); 浮息存单存量自 2018 年起开始压降 (右)

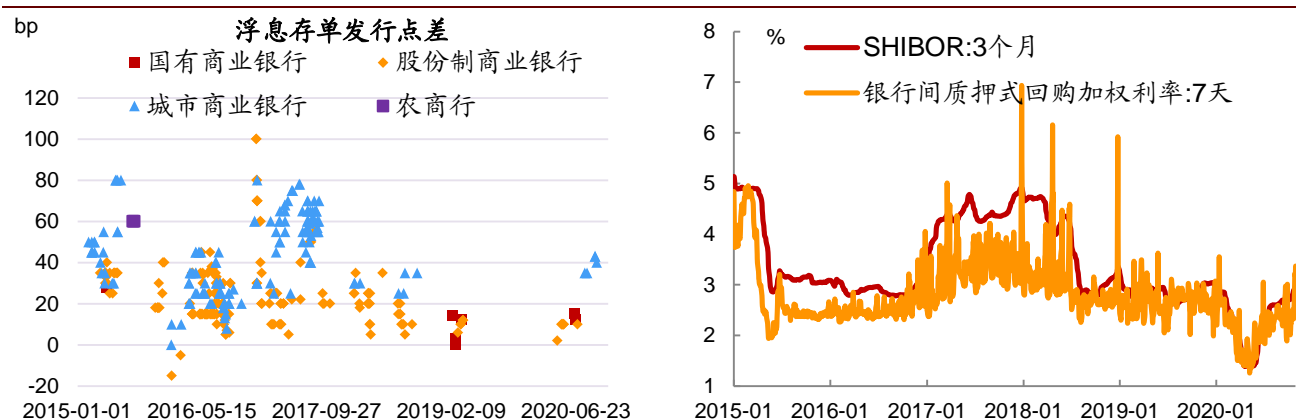


资料来源: Wind, 中金公司研究

目前历史上发行的浮息存单挂钩的按基准利率划分可分为两种,一类是挂钩 3M Shibor+点差,另一类是挂钩 3M Shibor 5 日均值+点差。多数发行的浮息存单为前一类型,在票面重置日时,会选取前一日的 3M Shibor 报价作为基准(通常只保留两位小数);后一类型的浮息存单首发于 2018 年 1 月,仅在同年 1-3 月发行了 7 只,2018 年 4 月以来未有新发,其票面重置日选定的基准利率为前 5 个交易日 3M Shibor 的均值。银行偏好选择 3M Shibor 作为基准利率的原因主要有二。一是 Shibor 本身是由信用等级较高的银行组成报价团(目前 18 家,是公开市场一级交易商或外汇市场做市商,在中国货币市场上人民币交易相对活跃、信息披露比较充分的银行),自主报出的人民币同业拆出利率计算确定的算术平均利率,是单利、无担保、批发性利率,是可以反映银负债压力的有效指标之一。固息存单利率本身与 Shibor 利率的相关性就较高,因为二者反映的均为银行间流动性、以及银行同业负债压力情况。二是 3M Shibor 的所反映的利率期限与存单的付息频率通常比较一致,存单多为季付,期限上比较匹配。相比之下,depo、repo 等回购利率更多是对有质押品的隔夜、7 天、14 天等超短端利率的反映,自身波动比较大,且存在一定的期限错配问题,对 3M 等短期资金面的预期反映效果一般。

浮息存单发行时的点差水平主要取决于三个因素。一是发行主体的信用资质,国股行的点差通常要低于城商行和农商行;二是发行时点资金面的松紧程度,在其他变量保持一致的前提下,资金面偏紧时发行的浮息存单的点差通常要高于资金面偏松时;三是存单期限,同样在其他变量保持一致的前提下,存单期限越长,点差对应会越高。

图表 10: 不同浮息存单的点差幅度取决于发行主体的信用资质、发行时点资金面的松紧、以及期限



资料来源: Wind, 中金公司研究

3、挂钩 DR 的浮息存单, 其具体结构可能如何?

过去债券市场上并没有发行过挂钩 DR 或 R 系列的浮息债券, 主要一个原因可能是在于回购利率期限较短, 以 7D 为主, 重置日也以 7D 为周期, 但债券付息频率通常为季度起



付，参考利率重置周期要短于付息周期，因此需要制定一个比较合理的基准利率确定方式。虽然没有浮息债券先例，但我们可以参考 FR 和 FDR 利率互换的参考利率确定机制。目前挂钩 FR 和 FDR 的互换，以季度付息为例，其付息日参考利率的确定方式为：

$$\prod_{i=1}^n \left(1 + FR007_i * \frac{\Delta Day_i}{365} \right) - 1$$

其中 i 为 FR007/FDR007 第 i 个重置周期，FR007_i 为重置日 i 的参考利率（通常为前一交易日利率），ΔDay_i 为重置周期天数，除最后一个周期外，其他均为 7 天。

这种确定方式的一个好处在于市场可以很快接受，尤其是对参与过利率互换的投资者而言。还有一个好处在于可以很方便的跟 FR 和 FDR 利率互换进行搭配对冲，包括参考利率确定方法、重置周期、付息频率、计息方式等都比较一致，可以一定程度上实现“无缝”对冲（唯一偏差在于定盘利率和非定盘利率的利差，即 DR 和 FDR、R 和 FR 之间的偏差）。

4、如果推出挂钩 DR 的浮息存单，可能面临的阻碍有哪些？

一是投资者群体不大，需要时间培育市场参与者和专业投资者。二是发行方意愿不足，目前银行主动发浮息存单的家数比较少，一个原因可能是挂钩 3MShibor 的存单的期限通常为 9M 起（至少 6M 起才是真浮息），期限选择上有制约。但如果推出挂钩 DR 的存单，其存单的发行期限可以缩短至 3M 起，不存在期限上的制约。三是浮息存单发行流程上及费用层面的一些问题。央行白皮书也提及，“未来可考虑通过适当简化审批流程，为其发行提供优先受理绿色通道，降低发行托管费用等方式，鼓励政策性银行、商业银行、证券公司等发行挂钩 DR 及相关利率的浮息债。”四是需要同步推动 FDR 利率互换的活跃度，虽然 FDR 互换可以匹配对冲挂钩 DR 的浮息存单，但目前 FDR 互换在整体互换市场上的份额占比较低，属于小众品种，成交活跃度也比较弱。对此，央行提到，“目前中国也已推出以 FDR 为浮动端参考利率的利率互换产品，但发展还相对较慢。进一步推动发展该利率互换产品，既可以扩大 DR 应用范围，提高其市场认可度和影响力，也可以通过衍生品交易更好地发现和验证 DR 的合理性和有效性，还有利于为发行 DR 浮息债提供配套支持，满足 DR 浮息债发行和投资方管理利率风险的需要。未来将积极推动现有市场主体更多参考 FDR 开展利率互换交易，同时积极推动改进衍生品市场管理，发展更多市场主体参与利率互换市场，便利市场主体开展利率风险管理和对冲，并为基准利率体系建设提供有利条件。”五是存单作为银行负债来源之一，其发行利率高低更多是反映银行负债压力的大小，DR 虽然是央行推的基准利率，但其衡量的更多是超短期银行间流动性水平，无法完全反映银行负债压力，尤其是考虑到银行目前很多同业业务，基本是参考 Shibor 定价，对 DR 的依赖度很弱。因此想要推动 DR 浮息存单的发展，需要先改变整个银行间同业业务的定价体系。



市场展望

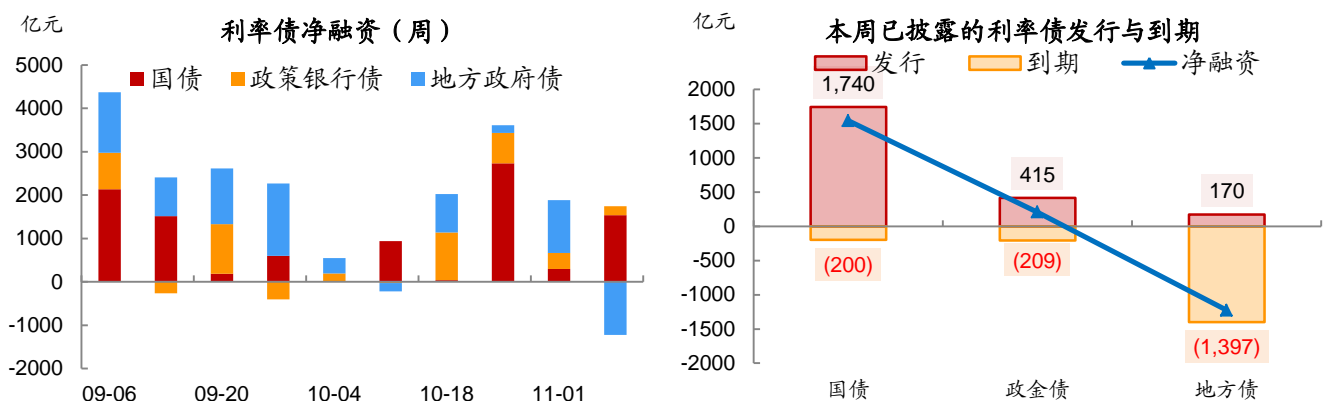
► 基本面：

经济基本面上，从 10 月 PMI 数据看，制造业 PMI 小幅回落，服务业 PMI 继续改善，符合此前我们对消费链条接替生产链条的基本判断。四季度经济层面的支撑可能仍在出口和内需。出口层面，海外感恩节和圣诞季来临，我们认为消费出口支撑或将得到支撑，目前海外消费品订单仍然充足，11 月和 12 月的出口增速可能会继续保持强劲。内需层面，双十一消费支撑不弱，餐饮、文化娱乐等服务业的景气度也有所提升，但需要警惕的是冬季疫情反复的风险。此前包括山东、新疆等地均出现零星疫情，可能会制约四季度服务业的进一步扩张。

政策层面，货币政策层面，工作重心更加偏重防风险，但我们认为本轮防风险更多是 2019 年防风险的延续，对债市的影响尤其是资金面的影响，是与 2016-2017 年间稍有不同的。2016 年年底启动金融防风险，货币政策收紧、监管趋严，主要是为了去杠杆、打击非标、去表外等。而在 2018、2019 年两年间的努力下，我们看到目前非标已经压降比较多、净值化转型取得一定进展、债市杠杆也控制在比较合理的范围。虽然目前一些债市监管的压力仍在，但边际来看，央行没有进一步收紧货币政策的必要。因为在当前的货币政策取向，债市杠杆已经回归到央行合意的水平附近，反而可能会因为过于激进的货币政策收紧，引发广义流动性的紧缩而拖累经济动能，得不偿失。目前市场对货币政策进一步收紧的预期也有所降温。财政方面，目前年内剩余的财政赤字空间远高于去年同期，财政投放在 11 月和 12 月可能会提速，对经济形成一定支撑。但目前来看，后续财政支出更多可能是集中在城乡社区、节能环保、科学技术、交运、教育等领域，对工业生产层面的带动作用有待观察。

供需层面，地方债的供给压力暂告一段落，而政策性银行在前 10 个月发债进度也偏快，剩余月份的利率债供给更多是集中在国债层面。年内剩余国债（不含储蓄式）净增规模预估会在 6000-6500 亿元左右，如果平均分配，后续每周预估国债净增水平会在 700 亿元左右，与去年同期节奏相近。需求层面，一级配置热情稍有回暖，包括此前 30Y 国债追加发行等；二级市场情绪已有好转，10 月最后两周境外机构净买入较上旬有明显提量，其中国债的周度净买入规模创 7 月以来新高；非银在政金债上的净买入也有所增量，单周净买入规模为 8 月下旬以来新高。

图表 11: 供给压力暂缓



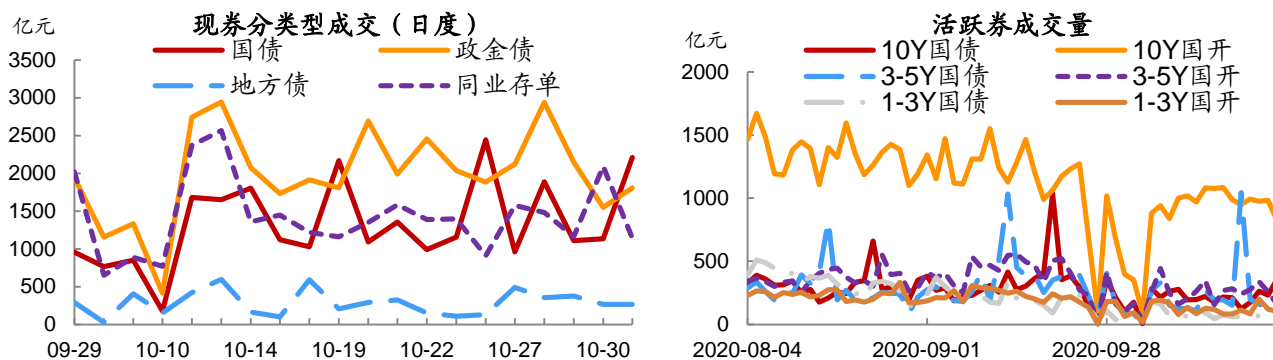
资料来源：Wind，中金公司研究

资金面和市场情绪上，跨月之后资金面重回宽松，回购利率重新下行，本月 MLF 和存单到期量都比较高，前者有 6000 亿元，后者合计约 1.85 万亿元。存单层面，到期多集中在股份行（6522 亿元）和城商行（5359 亿元），期限集中在 3M 期（7946 亿元）和 1Y 期（6938 亿元）。11 月到期的 3M 存单，其发行月份集中在 8 月，正是银行负债压力最大的阶段，彼时银行增加存单发行，是为了补充结构性存款的压降、以及利率债高峰发行对负债的需求。如果 11-12 月财政存款投放回补银行一部分负债，那么银行业可能会



选择在接下来的到期月份不续做，存单的规模有望继续回落，从而供需环境改善，有利于存单利率的下行，带动短端利率回落。近期挂钩 3M Shibor 的互换利率小幅下行，反映了市场对后续短端利率回落的预期有所增强。市场情绪上，欧美二次疫情、美国总统大选后续发展、国内信用违约抬头等事件冲击下，债市情绪此前转向偏积极，从我们最新一期债市调查看，市场对债市进一步大幅下跌的风险担忧有明显下降。但近期股市情绪有所回暖，资金面偏松下，形成股债同涨的局面。若后续经济数据有支撑、中美关系出现积极信号、股市继续走强，风险偏好也可能重新抬头，从而制约债券收益率进一步下行的空间。不过短期一个比较大的变数在于美国大选的选举结果何时才可以明确，即便是美国大选投票已经结束，计票也已基本完成，但后续还面临一系列的不确定性，包括双方对选票结果的认可度等。一旦选举结果的出炉推迟太久，或出现所谓的“争议性选举”，可能引发市场上的焦虑，从而压制全球风险偏好。

图表 12：利率债成交情况

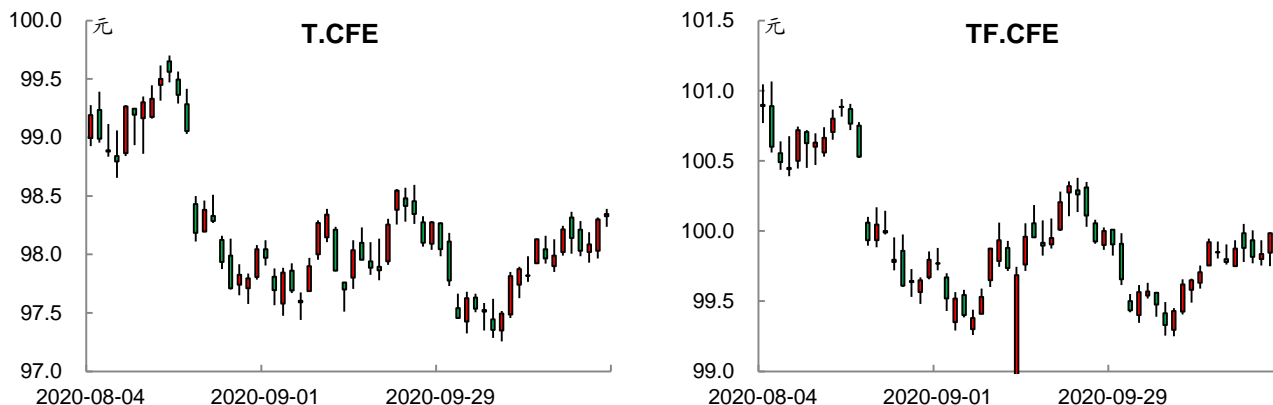


资料来源：Cfets, Wind, 中金公司研究

► 国债期货

方向性交易，期货近期温和反弹后，即将来到前期箱体上限（9月底T合约 98.6 附近），虽然趋势上有支撑，但想要有效突破该点位可能需要更多情绪助推剂，比如美国大选尘埃落定后各大类资产的重定价等。我们认为今年美国大选结果的最终出炉可能要比往年耗时更长，而这中间也将面临诸多的不确定性，风险偏好的摇摆可能会增加大类资产的波动性，避险资产打底仓的必要性也有所增强，债券、黄金等避险资产的安全边际要高于股市等风险资产。回归国内基本面来讲，货币政策维持中性、违约风险抬头压制风险偏好、供需环境改善对债市偏友好；但服务业的修复和提振略超预期，可能继续带动消费链条不弱，支撑经济。综合来看，短期交易情绪可能对债市仍有支撑（但关键点位上可能遇阻），但需要警惕汇率波动加剧下境外资金流出的风险，期货小幅震荡偏强的概率较高。我们建议没有仓位的投资者可以先观望，可趁移仓之际直接布局次季 2103 合约。

图表 13：技术上看，后续期货走势或围绕中枢震荡

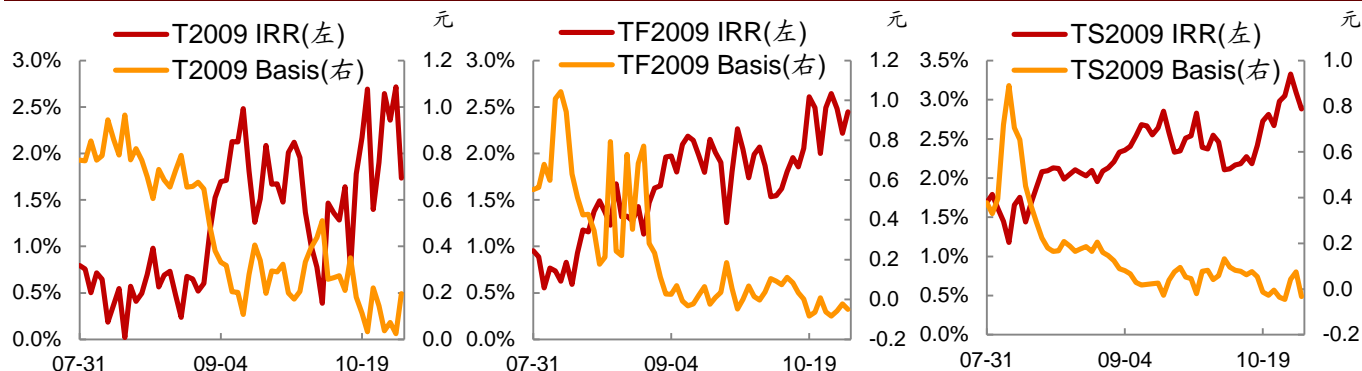


资料来源：Wind, 中金公司研究



期现套利，当季 2012 合约即将进入交割月，目前 T、TF、TS 合约的 IRR 水平大体分别在 2%、2.4%、3.1%，TS 的正套保护空间进一步扩大，适合低融资成本的机构介入操作（ctd 为活跃券 200011.IB）。

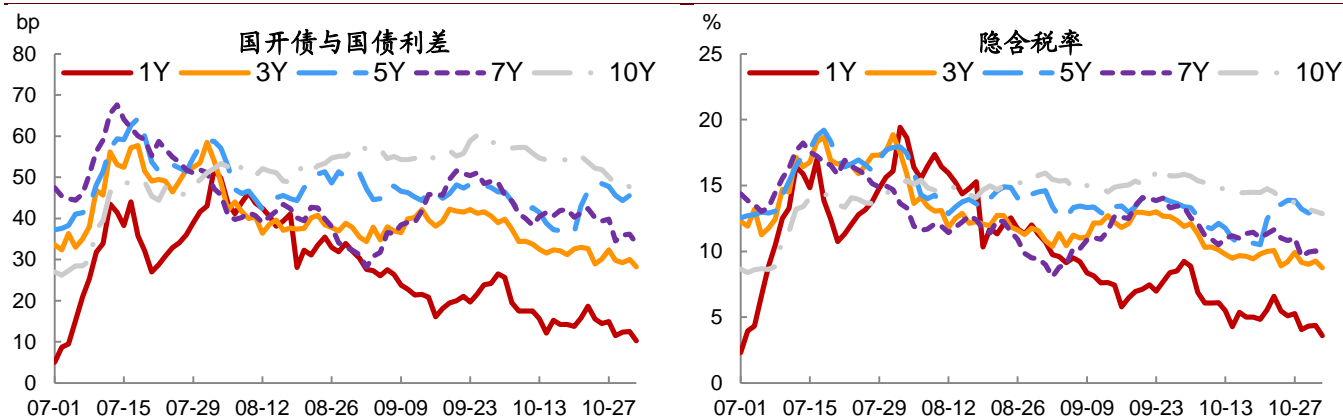
图表 14：当季合约 CTD IRR 和基差情况



资料来源：Wind, 中金公司研究

税收利差交易，过去两周各期限隐含税率和税收利差均有所收窄，短期内风险偏好的摇摆可能会对债市形成扰动，若债市承压，交易盘可能带动税收利差小幅回升。但中期来看，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 11-12 月国债净增量预估要高于政策性银行债，我们认为税收利差整体趋势还是继续下行，10Y 利差向下空间约还有 10bp，其他期限约在 5-10bp 左右，此前做空 10Y 税收利差的投资者，如果目前收益还不错，可以先择机退出，待债市情绪平稳后重新做空 10Y 税收利差。

图表 15：国开债与国债利差近期有所回落，隐含税率整体下行

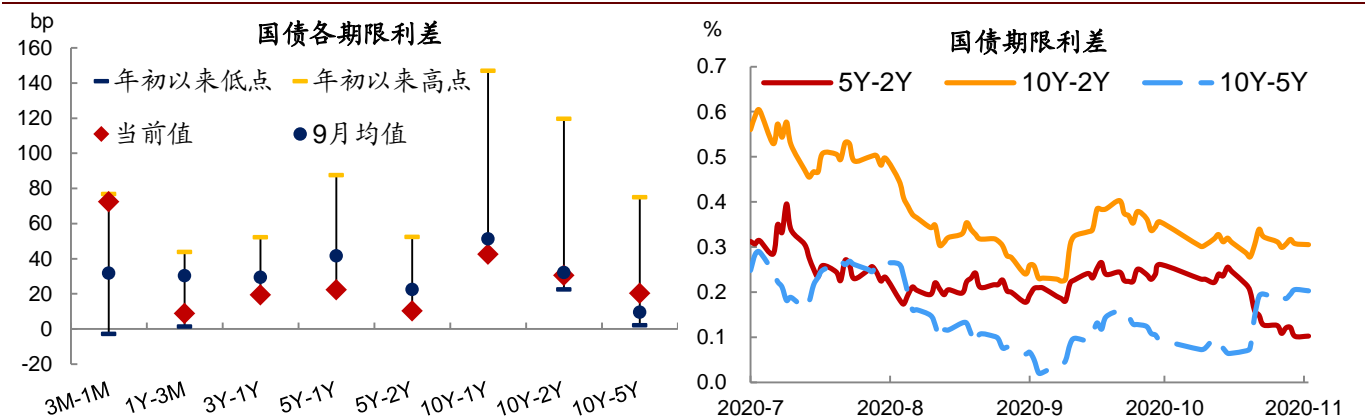


资料来源：Wind, 中金公司研究

曲线利差交易，当前曲线整体仍趋平，目前短端利率制约仍在存单。此前结构性存款压降带来的存单补缺口压力有一定缓解，因此存单利率后续能否回落取决于两个关键性因素，即央行本月 MLF 续作额度以及财政存款投放力度。如果央行延续超额续作，叠加财政发力提速，银行负债压力将得到一定缓解，对存单依赖度降低，存单规模也可能收缩，存单利率可能会跟随回落，从而打开短端利率下行空间。短端下行空间一旦打开，利率曲线可能也会重新陡峭化。



图表 16: 期限利差表现

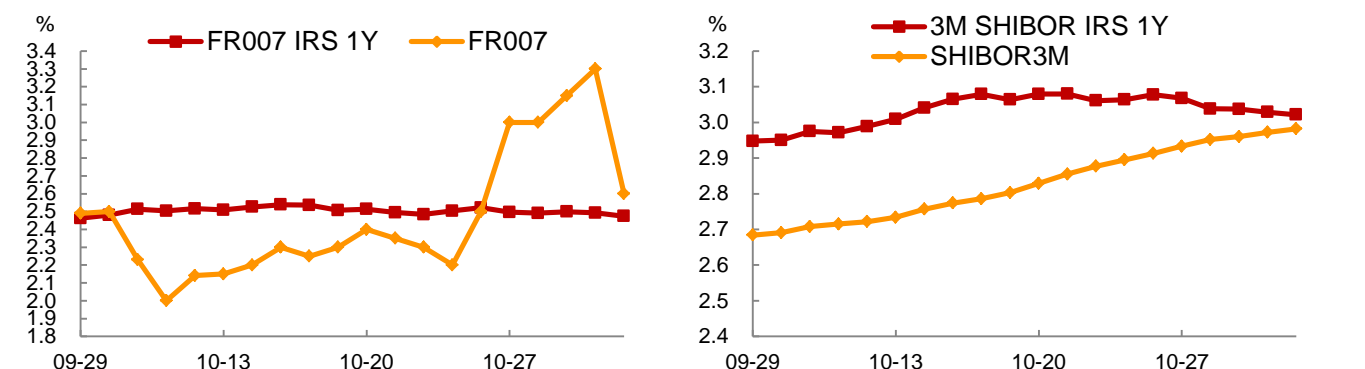


资料来源: Wind, 中金公司研究

利率互换

方向性交易，央行近期对资金面的呵护比较及时，整体政策意图还是想引导货币市场利率围绕政策利率波动。近期存单发行利率基本横盘，9M 和 1Y 国股行上限基本在 3.2% 附近，6M 在 10 月底一度升至 3.15%。从这个角度来看，短期内互换利率可能仍维持此前小幅波动的态势，但中枢可能回落。

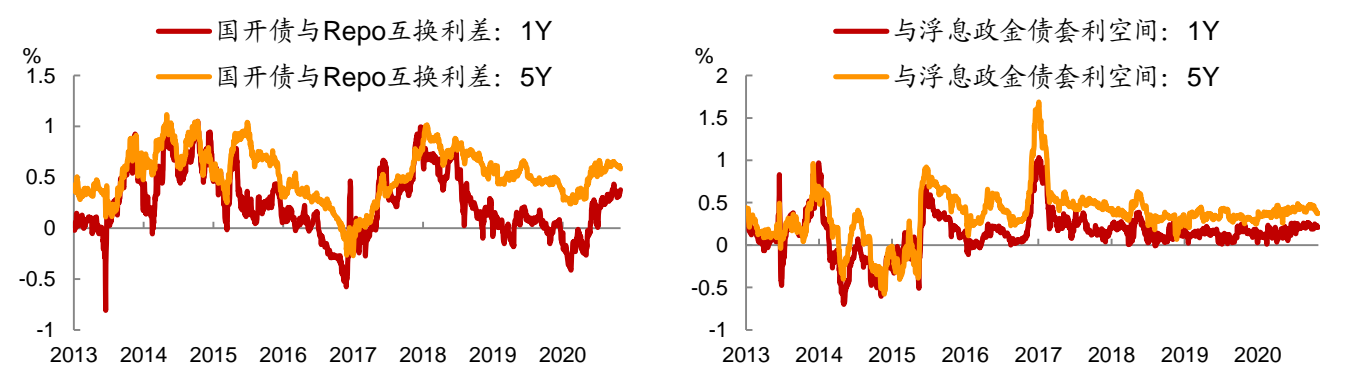
图表 17: 短端互换利率与相应参考利率走势



资料来源: Wind, 中金公司研究

与现券套利，套利空间近期有所压缩（主要是 5Y 长端），但仍在相对高位，与固息搭配空间高于浮息，且短端性价比高于长端，因此择优可以选择短端固息套利策略。

图表 18: 互换与现券套利空间

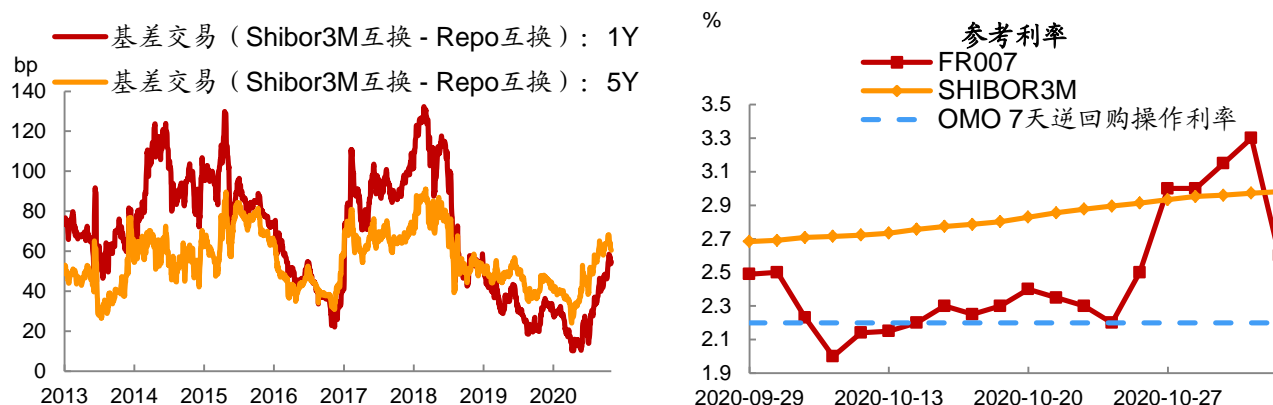


资料来源: Wind, 中金公司研究



基差交易，目前基差仍在高位，如果银行同业存单到期压力得到有效化解，考虑到 repo 跨月后回归常态中枢水平，后续 Shibor 利率回落幅度将高于 repo 利率，我们认为基差有望进一步回落，继续推荐基差收窄的策略。

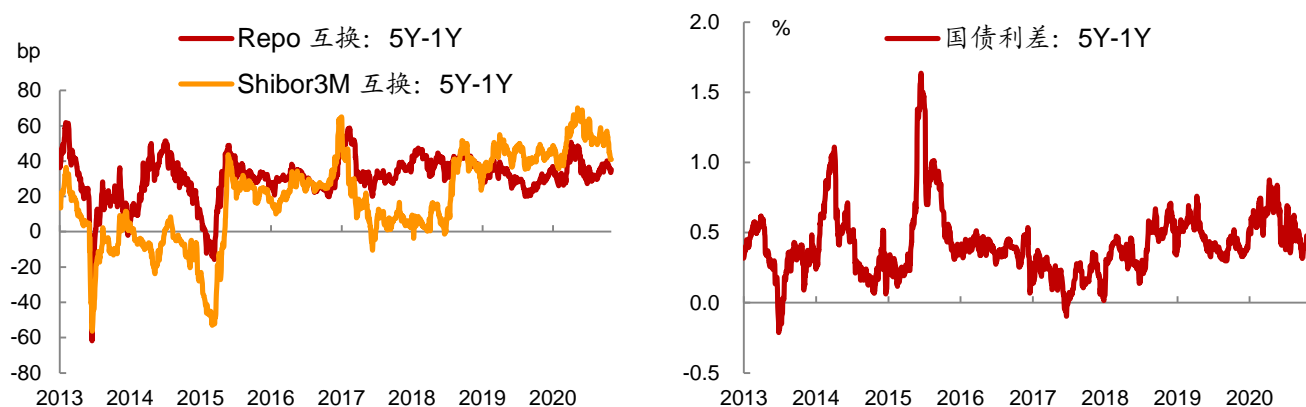
图表 19: 互换基差仍在高点



资料来源: Wind, 中金公司研究

曲线利差交易，同国债期货部分的分析，目前短端利率的制约在存单利率，一旦存单到期压力化解，短端利率下行空间可能打开，从而带动曲线重新陡峭。但与现券有所不同的点在于，目前 Repo 端和 Shibor 端的互换曲线利差在历史相对高位，也基本回到了 2019 年中枢水平附近，如果市场短期内没有太强的 OMO 操作利率调降预期，互换曲线利差也较难有比较大的波动，可能会重归中枢平稳震荡的格局，互换曲线利差的获利空间不是很足。

图表 20: 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，期货整体上行，上周略有回落。过去两周 T2012 合约上涨 0.65%，TF2012 上涨 0.41%，TS2012 上涨 0.13%

图表 21：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	2020-10-30	98.085	98.130	61,481	106,422	0.12%
	2020-10-23	97.965	97.990	60,760	112,996	0.48%
TF2012	2020-10-30	99.835	99.870	21,814	56,501	-0.02%
	2020-10-23	99.850	99.840	22,128	59,173	0.42%
TS2012	2020-10-30	100.255	100.270	7,323	25,867	-0.03%
	2020-10-23	100.285	100.275	7,693	25,693	0.16%

资料来源：Wind, 中金公司研究

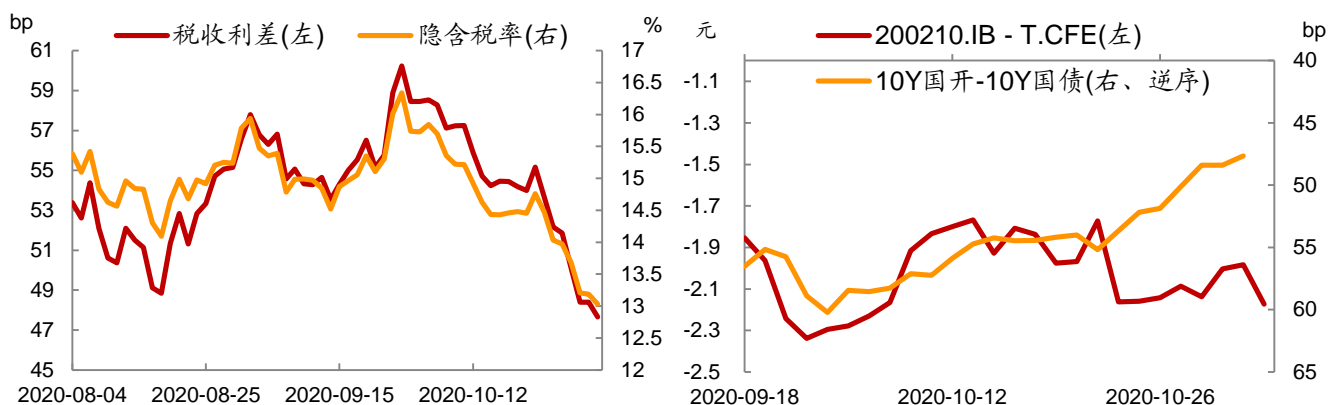
图表 22：当季合约 K 线图走势与成交变动



资料来源：Wind, 中金公司研究

期现套利，临近交割，当季合约贴水有所修复，基差整体走低。10Y 国开债与国债之间的税收利差和隐含税率下行。

图表 23：税收利差下行

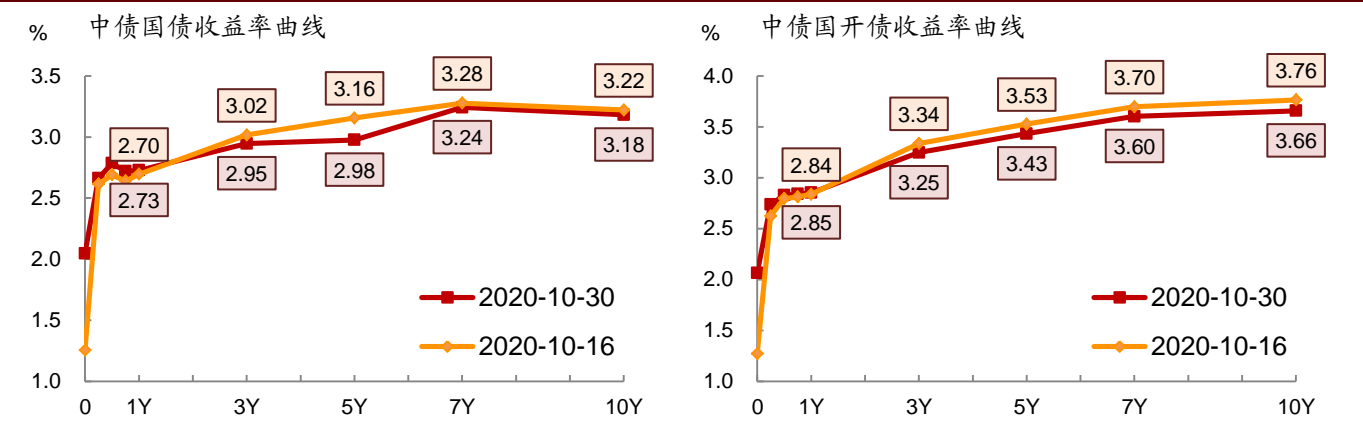


资料来源：Wind, 中金公司研究



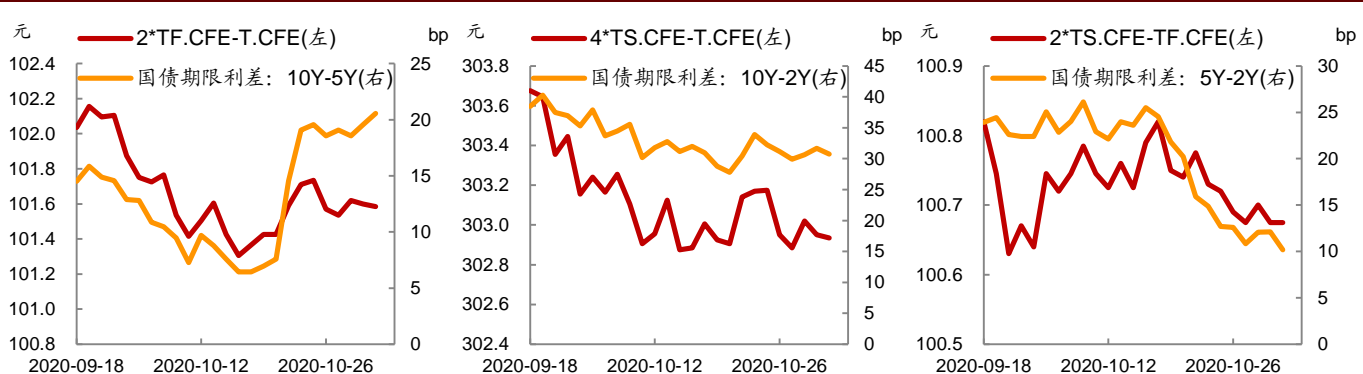
曲线利差交易，短端受制于资金面和银行存单到期压力，有所上行，中长端利率则在避险情绪及交易盘推动下有所下行，曲线整体趋平。

图表 24: 现券收益率曲线变动



资料来源: Wind, 中金公司研究

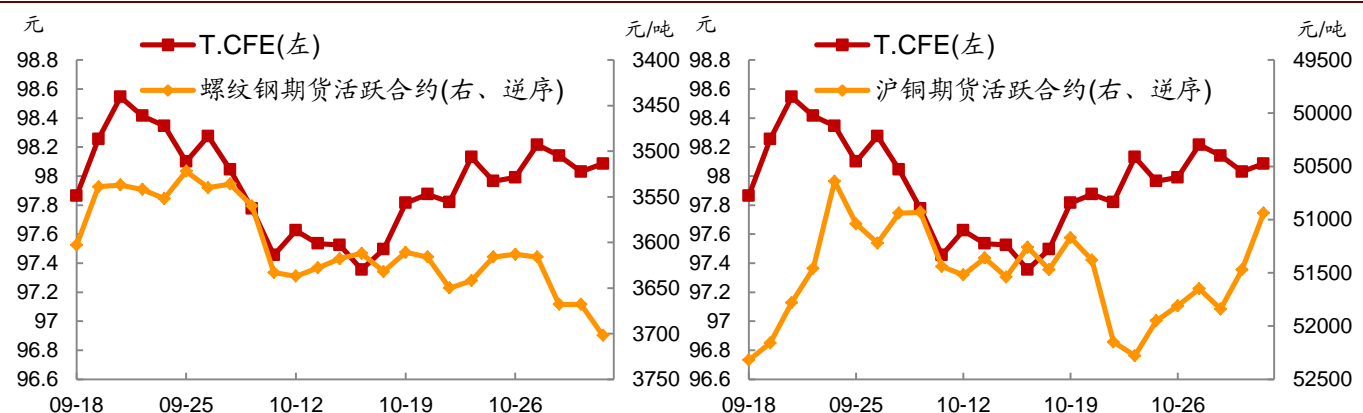
图表 25: 曲线趋平

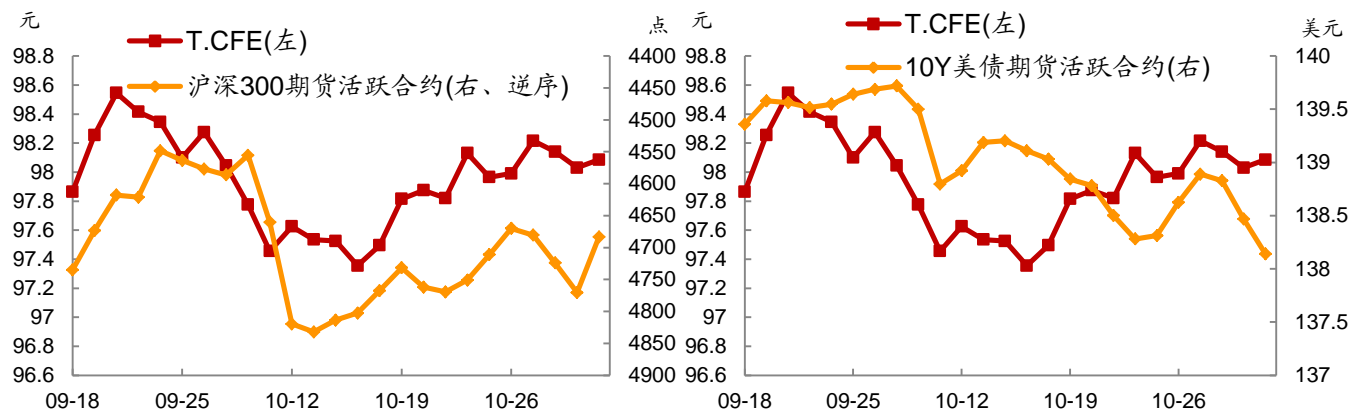


资料来源: Wind, 中金公司研究

与其他品种联动，国债期货与其他风险资产之间的“跷跷板”联动效应仍在，债市层面更多是短端受资金面影响、中长端受外围风险偏好回落影响，而股市近期有十四五等政策情绪支撑。

图表 26: T 合约与其他期货品种的联动性



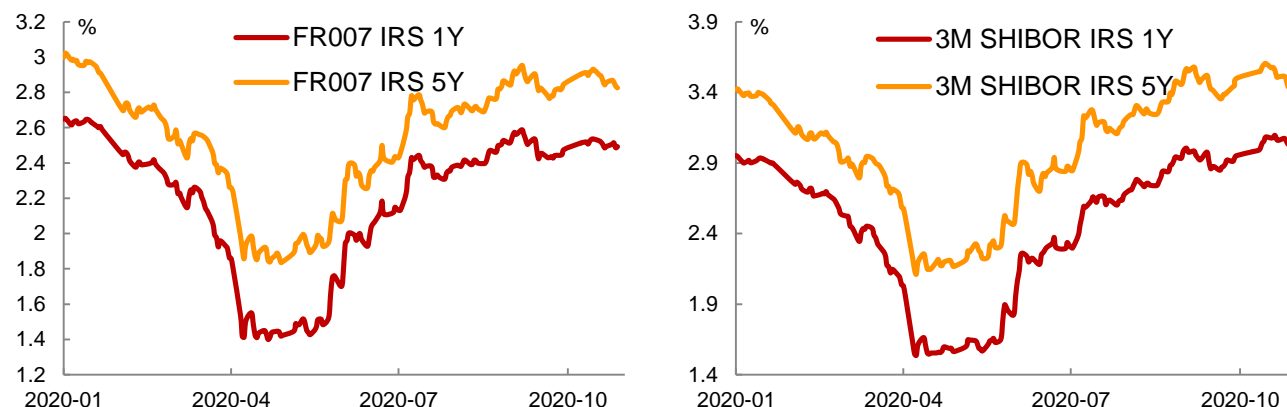


资料来源：Wind, 中金公司研究

利率互换

方向性交易，互换利率近期回落小幅，Repo 端 1Y、5Y 期分别围绕 2.5%、2.85%附近波动，Shibor 端 1Y、5Y 期围绕 3.05%、3.45%附近波动。

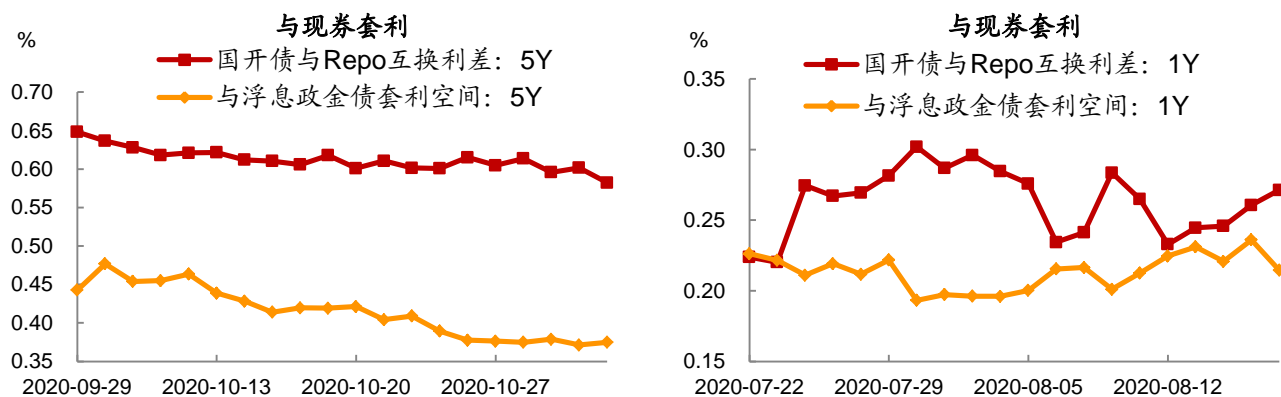
图表 27：短端互换利率与相应参考利率走势



资料来源：Wind, 中金公司研究

与现券套利，互换与现券的套利空间收窄，固息组合 1Y 在 25bp 附近，5Y 在 55-60bp 附近；浮息组合长端降至 35-40bp，短端有所上行，围绕 20-25bp 区间波动。

图表 28：互换与现券套利机会有所收窄

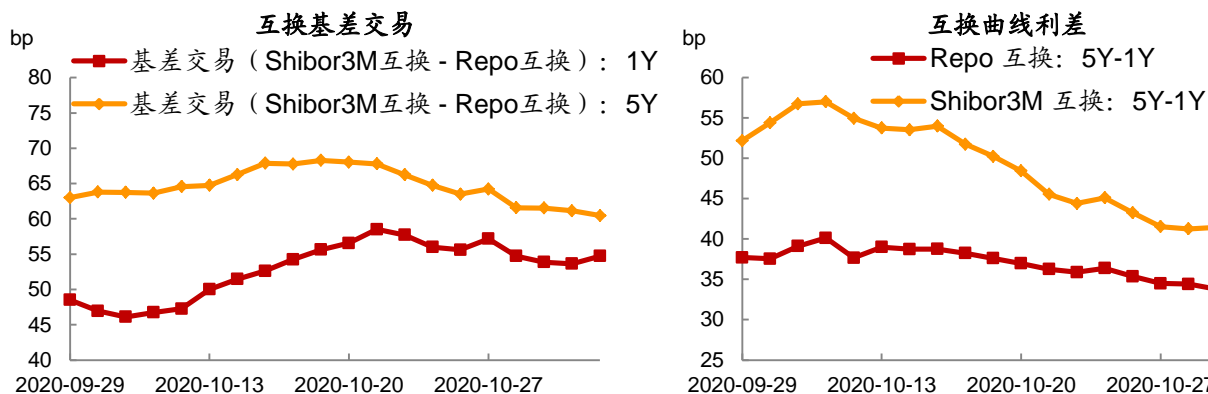


资料来源：Wind, 中金公司研究



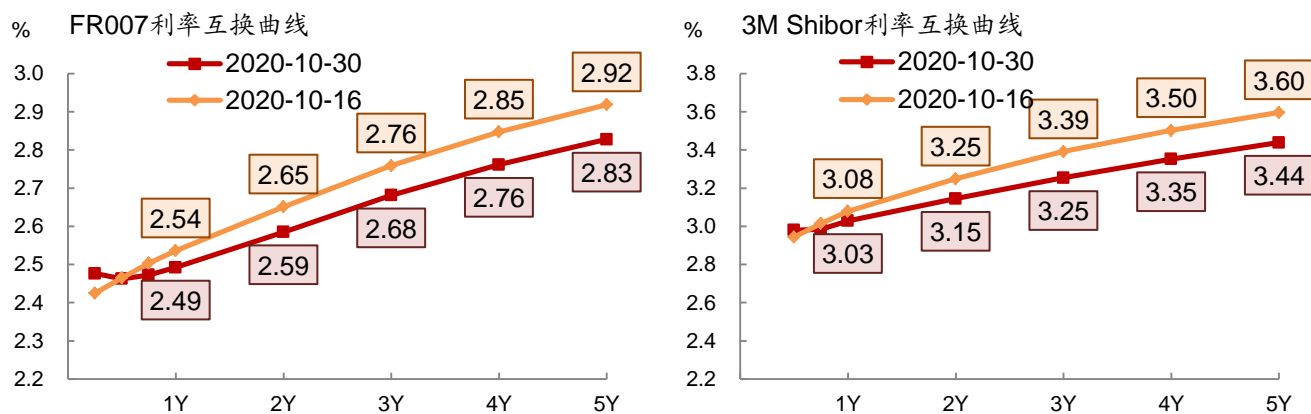
基差交易和曲线利差交易，基差整体收窄，长端降幅大于短端。目前 1Y、5Y 对应的互换基差分别回落至 56bp、60bp 附近。曲线利差层面，先收窄，近期震荡，当前 Shibor 端、Repo 端利差分别为 40bp 和 36bp。

图表 29: 基差与利差走势



资料来源: Wind, 中金公司研究

图表 30: 互换曲线变动情况



资料来源: Wind, 中金公司研究



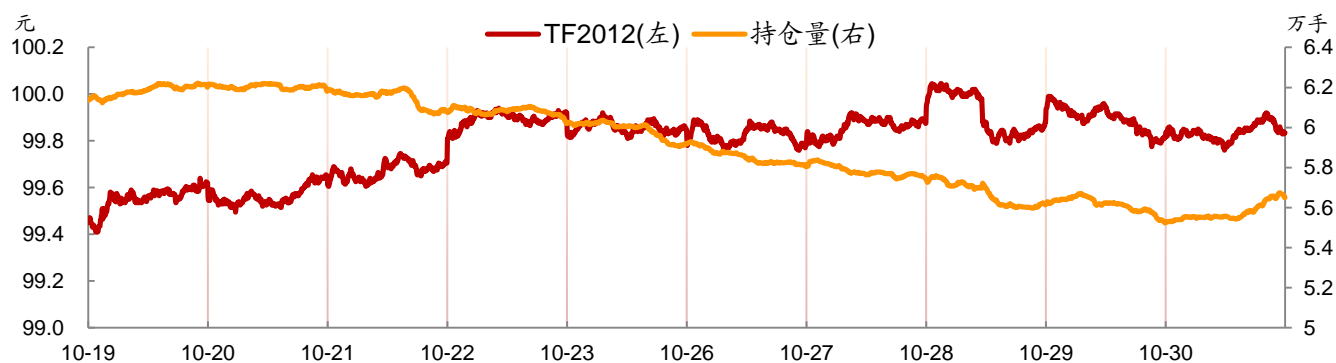
衍生品数据回顾

T 活跃合约价格、持仓走势（高频分钟线）



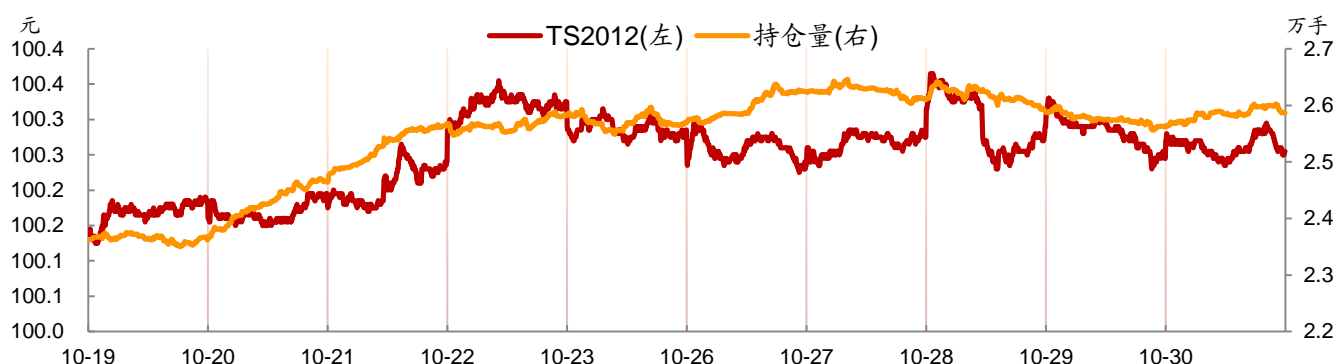
资料来源：万得资讯、中金公司研究

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

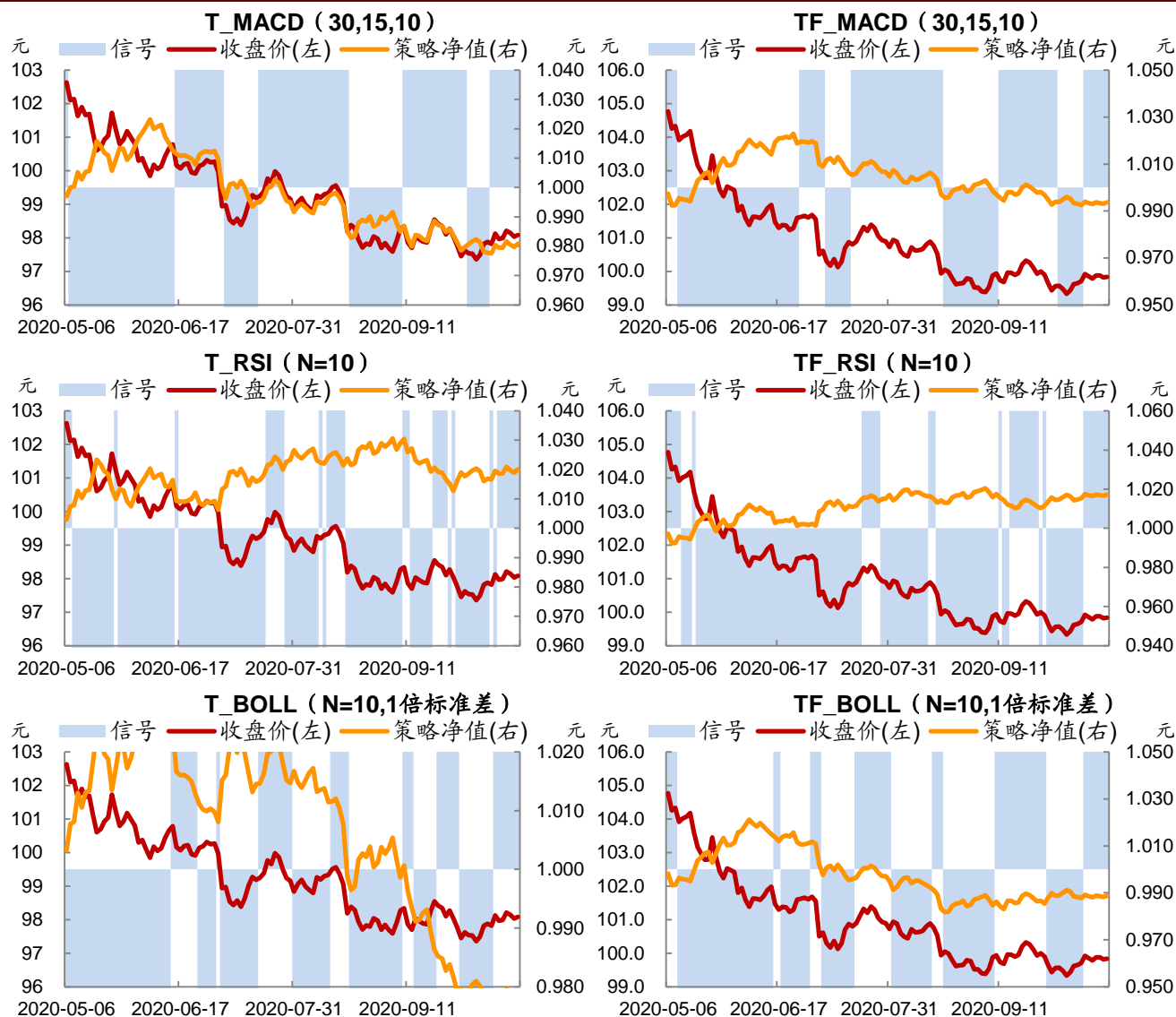
TS 活跃合约价格、持仓走势（高频分钟线）



资料来源：万得资讯、中金公司研究

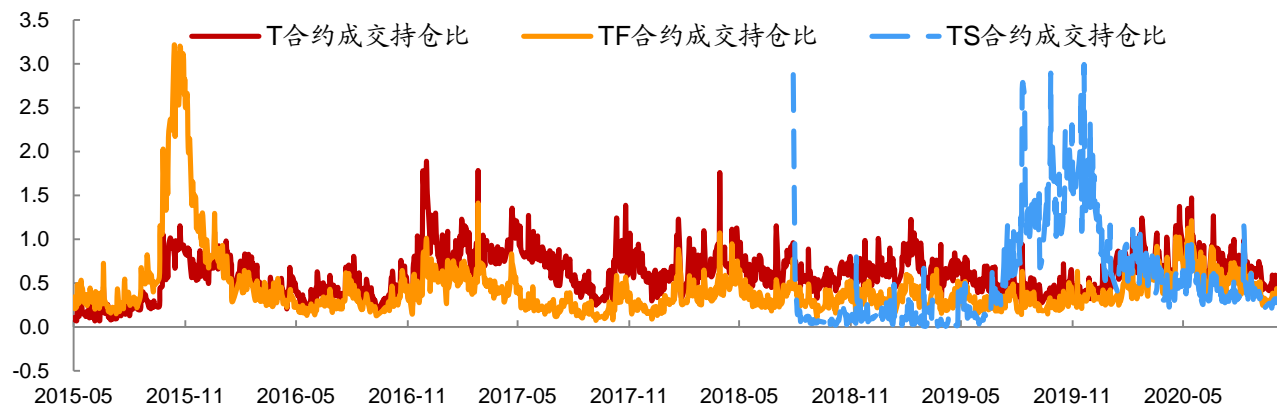


T、TF 合约 K 线图及技术信号策略表现



资料来源：Wind, 中金公司研究

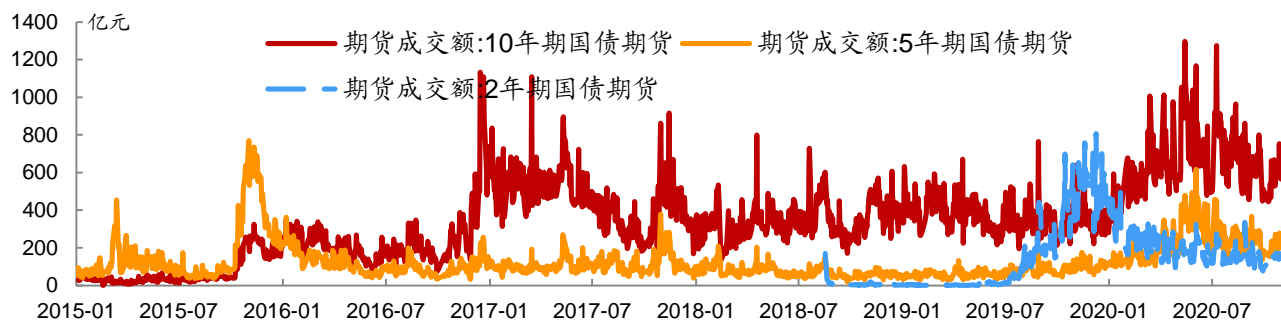
国债期货成交持仓比



资料来源：万得资讯、中金公司研究



国债期货成交情况



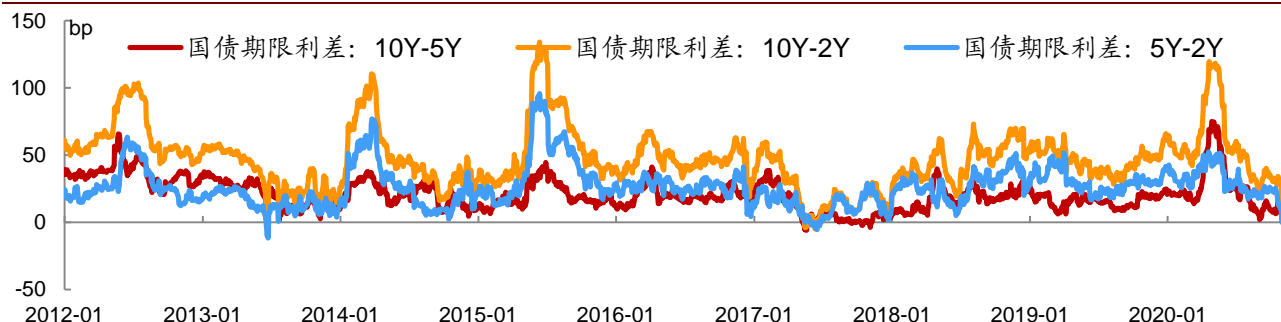
资料来源：万得资讯、中金公司研究

国债期货持仓情况



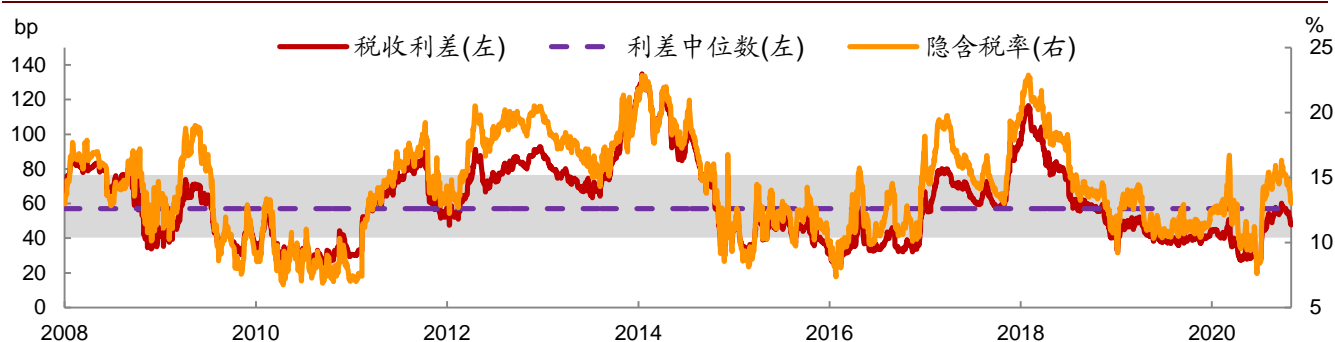
资料来源：万得资讯、中金公司研究

国债期限利差



资料来源：万得资讯、中金公司研究

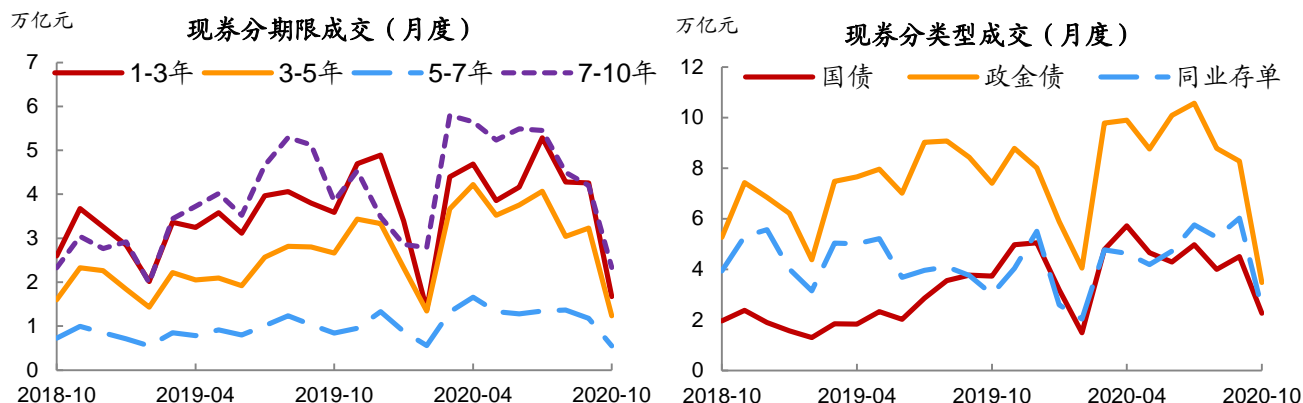
税收利差



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

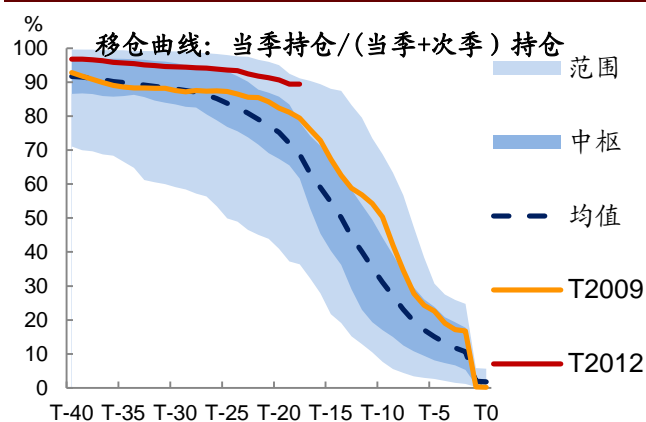
各活跃合约 IRR 变动

T2009 IRR	2000004.IB	2000003.IB	2000002.IB	2000008.IB	2000006.IB	190015.IB	190006.IB	180027.IB	180019.IB	180011.IB	180004.IB	170025.IB	170018.IB	170010.IB	CTD IRR
2020/8/3	0.6%	0.4%		-5.6%	-9.0%	-2.8%	-2.2%	-1.4%	-5.4%	-10.5%	-9.9%		-7.2%	-7.9%	0.6%
2020/8/4	-0.2%	0.7%	-5.4%	-5.4%	-9.3%	-1.8%	-1.9%	-2.1%	-5.7%	-9.8%	-8.9%	-19.4%		-8.5%	0.7%
2020/8/5	0.6%	0.3%	-4.9%	-4.9%	-9.0%	-1.9%	-2.4%	-2.0%	-8.2%	-10.6%	-10.2%	-16.6%	-6.5%		0.6%
2020/8/6	0.6%	-0.1%	-5.2%	-5.2%	-8.7%	-2.5%	-2.3%	-2.6%	-7.1%	-11.1%	-11.8%			-8.6%	0.6%
2020/8/7	0.2%	0.7%	-5.9%	-5.9%	-8.9%	-3.0%	-2.5%	-2.7%	-7.9%	-10.6%	-12.6%		-8.0%	-7.9%	0.7%
2020/8/10	0.8%	1.8%	-4.6%	-4.6%	-9.2%	-1.6%	-0.6%	-0.1%	-7.3%	-10.0%	-10.8%	-17.9%	-5.0%	-6.7%	1.8%
2020/8/11	1.3%	2.1%		-5.1%	-9.8%	-2.0%	-1.8%	-1.2%	-7.8%	-9.8%	-11.5%		-8.8%		2.1%
2020/8/12	0.1%	1.2%		-4.6%	-9.8%	-2.0%	-1.4%	-1.2%		-9.6%	-11.3%	-15.2%	-8.7%		1.2%
2020/8/13	1.6%	2.7%		-3.3%	-8.3%	-0.2%	0.3%	-0.4%	-5.4%	-8.4%	-10.1%	-14.3%			2.7%
2020/8/14	1.2%			-3.5%	-9.4%	-0.9%	0.3%	0.1%		-9.6%	-8.1%			-5.3%	1.2%
2020/8/17	1.6%	1.8%	-4.7%	-4.7%	-9.5%	-1.2%	-1.3%	0.0%		-10.7%	-9.6%				1.8%

TF2009 IRR	2000001.IB	2000005.IB	190013.IB	180013.IB	180005.IB	170027.IB	CTD IRR	TS2009 IRR	200011.IB	190011.IB	190003.IB	170021.IB	170014.IB	170007.IB	CTD IRR
2020/8/3	0.7%	-1.9%	1.6%	-2.4%		-10.1%	1.6%	2020/8/3		1.1%	2.2%	-3.1%			2.2%
2020/8/4	-0.3%	-2.4%	0.0%	-3.0%			0.0%	2020/8/4		0.4%	2.0%	-3.1%		1.5%	2.0%
2020/8/5	0.3%	-2.0%	0.5%	-2.6%		-10.5%	0.5%	2020/8/5		-0.1%	1.7%	-4.0%	-0.1%	0.9%	1.7%
2020/8/6	0.0%	-1.4%	-1.0%	-1.9%	-0.9%	-9.0%	0.0%	2020/8/6		-1.0%	1.3%	-1.0%		0.0%	1.3%
2020/8/7		-1.2%	-0.4%	-1.7%			-0.4%	2020/8/7		-0.7%	1.3%	1.0%	0.0%	0.2%	1.3%
2020/8/10	0.4%	-0.2%	0.5%	-0.8%	0.3%	-0.1%	0.5%	2020/8/10		0.3%	1.9%	1.4%		1.0%	1.9%
2020/8/11	0.1%	-0.5%	0.9%	-1.1%			0.9%	2020/8/11		-0.1%	1.5%	-2.2%		0.7%	1.5%
2020/8/12	1.5%	1.3%	1.3%	-1.1%		1.1%	1.5%	2020/8/12		0.7%	2.1%	-1.5%	-1.4%	0.5%	2.1%
2020/8/13	2.0%	1.3%	1.4%	-0.4%	1.7%	1.2%	2.0%	2020/8/13		1.4%	2.0%	-1.5%		0.7%	2.0%
2020/8/14	1.7%	1.0%	1.5%	-0.7%			1.7%	2020/8/14		1.9%	2.3%	-1.7%		1.3%	2.3%
2020/8/17	2.4%	1.8%	2.0%	-0.3%		2.0%	2.4%	2020/8/17	2.0%	1.9%	2.1%	-2.1%	-2.4%	1.0%	2.1%

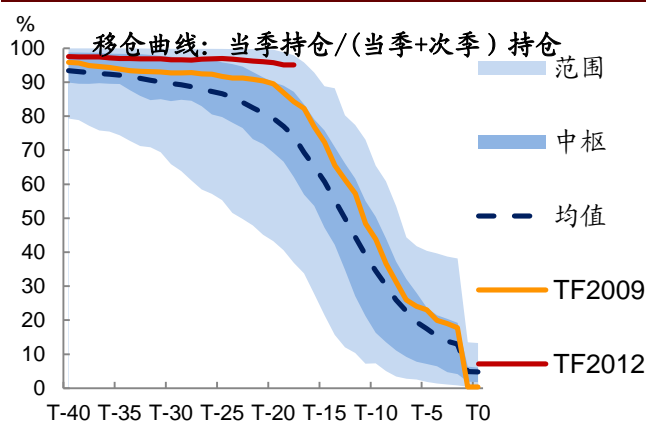
资料来源：万得资讯、中金公司研究

T 合约移仓曲线



资料来源：万得资讯、中金公司研究

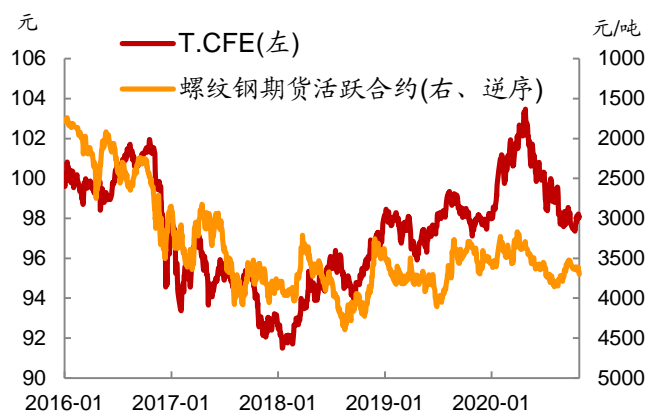
TF 合约移仓曲线



资料来源：万得资讯、中金公司研究

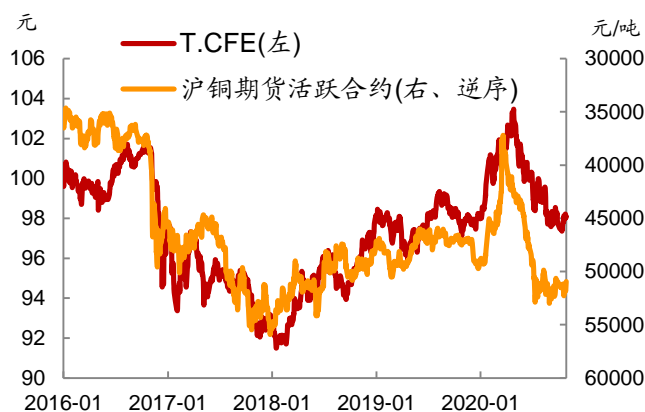


国债期货 vs 螺纹钢期货



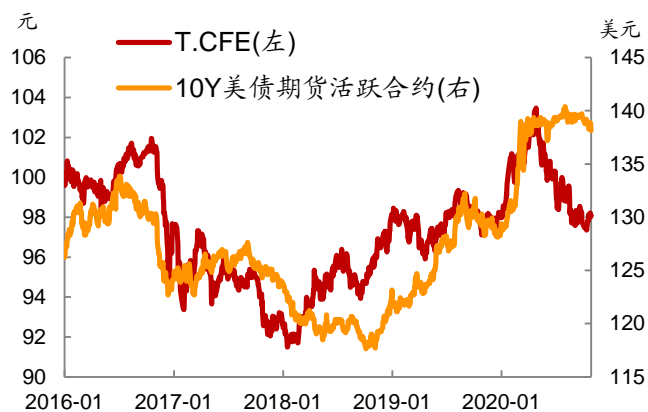
资料来源：万得资讯、中金公司研究

国债期货 vs 沪铜期货



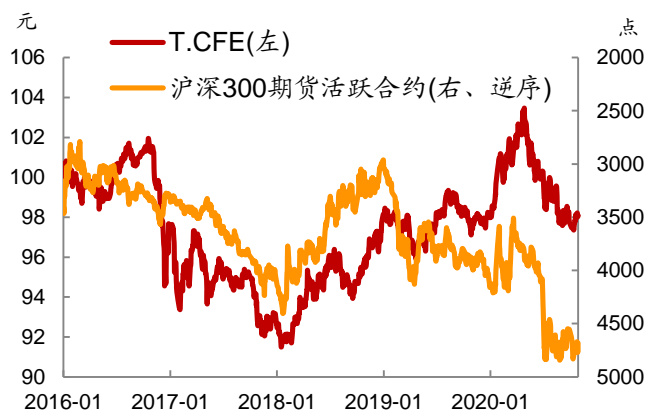
资料来源：万得资讯、中金公司研究

国债期货 vs 美债期货



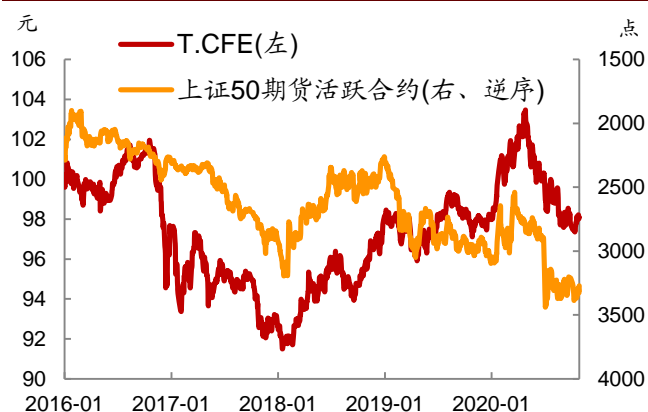
资料来源：万得资讯、中金公司研究

国债期货 vs 沪深300期货



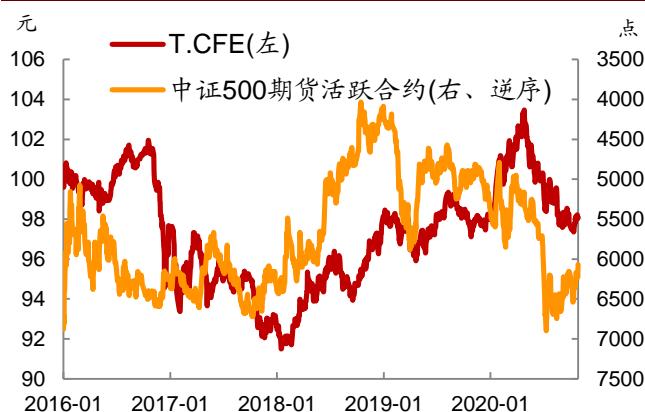
资料来源：万得资讯、中金公司研究

国债期货 vs 上证50期货



资料来源：万得资讯、中金公司研究

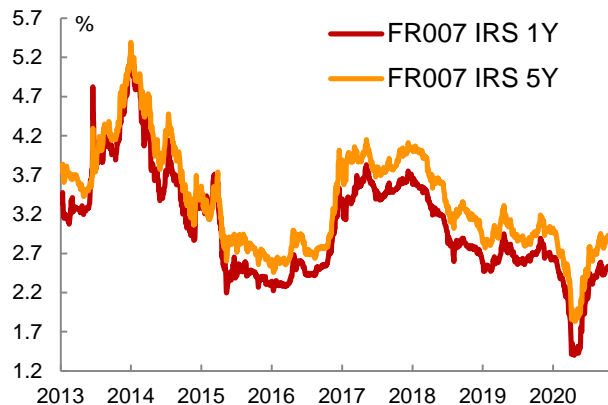
国债期货 vs 中证500期货



资料来源：万得资讯、中金公司研究

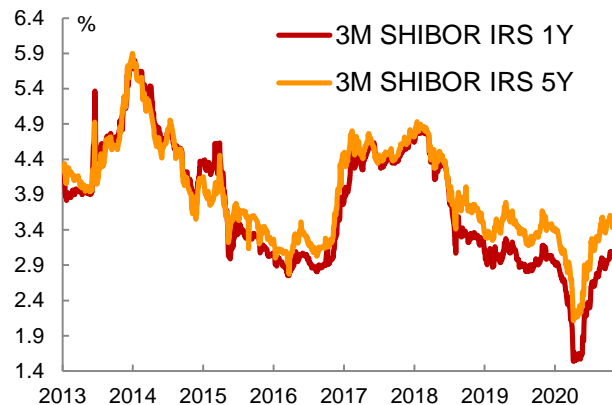


Repo 端互换利率走势



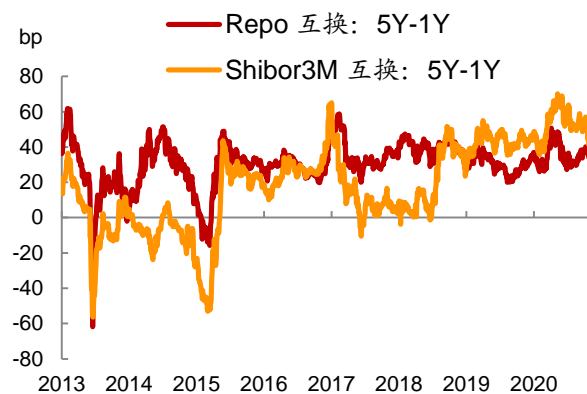
资料来源：万得资讯、中金公司研究

Shibor 端互换利率走势



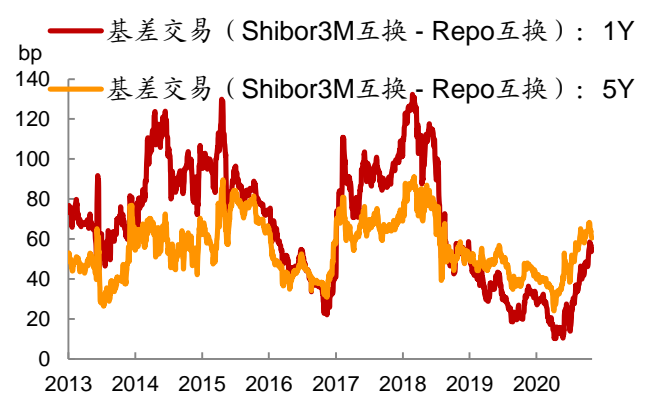
资料来源：万得资讯、中金公司研究

互换利率曲线利差



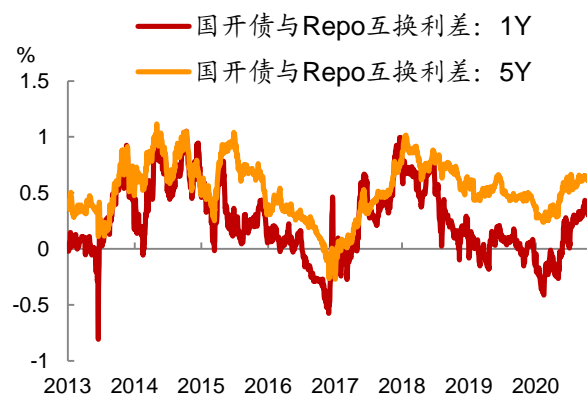
资料来源：万得资讯、中金公司研究

互换基差



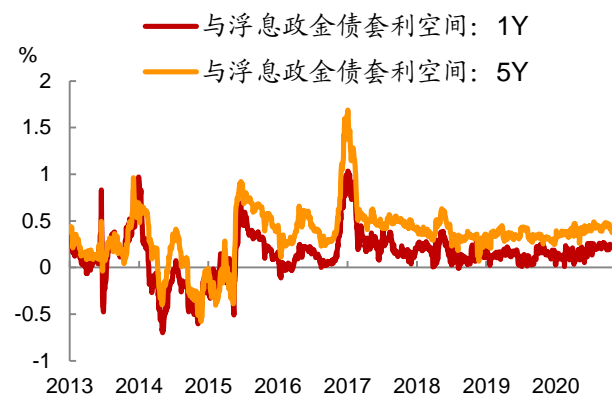
资料来源：万得资讯、中金公司研究

互换与固息债套利



资料来源：万得资讯、中金公司研究

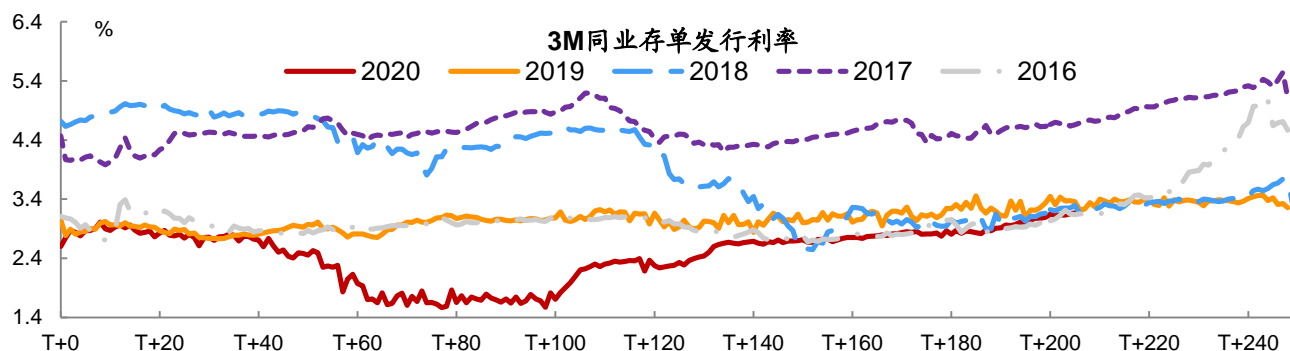
互换与浮息债套利



资料来源：万得资讯、中金公司研究

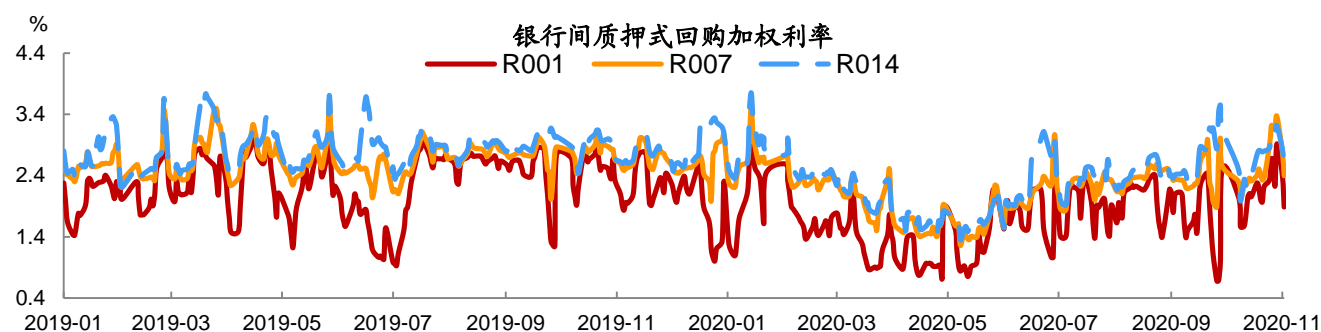


3 个月同业存单发行利率



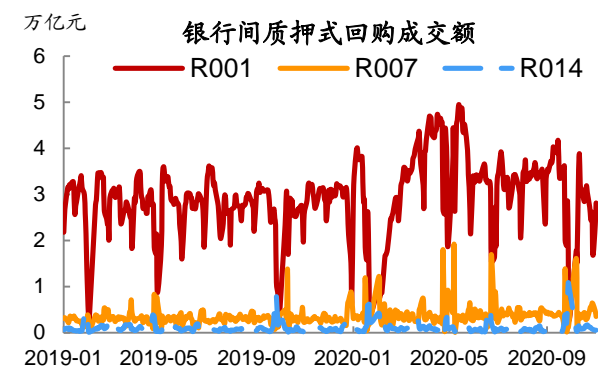
资料来源：万得资讯、中金公司研究

银行间质押式回购加权利率



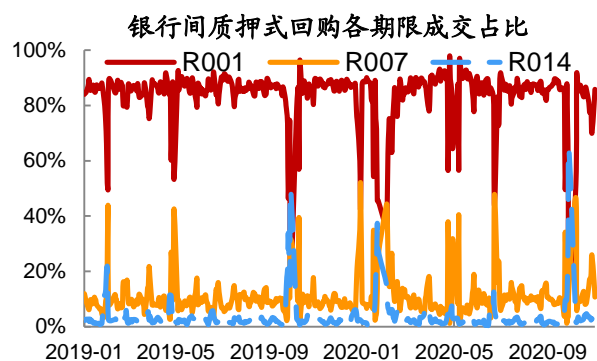
资料来源：万得资讯、中金公司研究

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

及各期限占比



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仅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

