

## 2年期国债期货首日策略

✍️ : 沈文卓 Z0003121  
 ☎️ : 0571-87215357  
 ✉️ : swz@cnzsqh.com

### 报告导读

我们预计 TS1812 合约 CTD 券为 180002.IB，预计首日该券到期收益率波动在 (2.88, 3.53)，因此我们预计 TS1812 首日价格运行区间为 (98.67, 100.183)

### 相关报告

### 投资要点

#### □ 单边策略

**货币政策：**“宽货币”进一步确认，资金面继续维持宽松，但宽货币的利好在边际减弱。

**财政政策：**市场焦点将转向财政政策如何落地和执行效果，一旦在资金和项目支持下，下半年基建投资从失速下跌转为企稳回升，经济需求回落支撑的债券牛市逻辑将会大为弱化。在同时宽货币和宽财政情况下，利率最终是否上行，取决于经济的走势。

**经济面：**当前财政刺激出现 09 年四万亿规模概率较小，更大的可能性是托底经济为主的宽财政政策，财政政策边际效应不断弱化、政策时滞也有所拉长，经济很难出现向 09 年大幅反弹的情况。国内经济仍处于放缓阶段，但放缓速度可能减缓。

报告撰写人：沈文卓

数据支持人：沈文卓

综合看，宽货币对债市利好减弱，市场焦点转向财政政策如何落地和执行效果，近期市场风险偏好回升。但近年来财政政策边际效应不断弱化，国内经济仍处于放缓阶段，但放缓速度可能减缓。

**综上，近期利率维持震荡概率较大，当前利率接近阶段性底部区间，后市利率震荡上行概率较大，建议 2 年期国债期货逢高空。**

#### □ 跨品种套利策略

宽货币基调进一步确认，预计资金面仍维持较宽松格局，短期可继续做陡曲线交易，即短期 10Y-2Y 利差仍可能扩大。但是若央行公开市场操作净投放量开始减少，则可尝试做平曲线，即尝试做 10Y-2Y 利差缩小。预计 TS1812 合约 CTD 券为 180002.IB，T1812 合约 CTD 券为 180011.IB，目前两者 CTD 券久期比约为 1:3.5，建议合约配比数 2:1。

**策略：短期可继续做陡曲线，即短期 10Y-2Y 利差仍可能扩大，多 2 手 TS1812，空 1 手 T1812。关注 10Y-2Y 利差阶段性高位 1 附近的表現，如果此时央行公开市场操作净投放量开始减少，则可尝试阶段性做平曲线，即尝试做 10Y-2Y 利差缩小，空 2 手 TS1812，多 1 手 T1812。**

## 正文目录

<b>1. 2 年期国债期货简介 .....</b>	<b>4</b>
1.1. 2 年期国债期货合约要素 .....	4
<b>2. TS1812 首日策略 .....</b>	<b>4</b>
2.1. 单边策略 .....	4
2.2. 跨品种套利策略 .....	5
<b>3. 2 年期国债收益率基本面 .....</b>	<b>6</b>
3.1. 利率环境 .....	7
3.2. 财政政策 .....	8
3.3. 货币政策 .....	10
3.4. 经济面 .....	11

## 图片目录

图 1: 2017 年以来 10Y-2Y 利差 .....	5
图 2: 2011 年以来 10Y-2Y 利差 .....	5
图 3: 2Y 国债收益率 VS.5Y 国债收益率 VS.10Y 国债收益率 .....	6
图 4: 2Y、5Y、10Y 相关性 .....	6
图 5: 2Y 国债收益率与 10Y 国债收益率 .....	7
图 6: 2008 年以来基建投资增速 .....	8
图 7: 2008 年以来实际 GDP 增速 .....	9
图 8: 货币资金价格维持低位 .....	10
图 9: 同业存单跌破上一轮宽松的低点 .....	11
表 1: 2 年期、5 年期与 10 年期国债期货合约基本要素对比 .....	4
表 2: 2008 年以来 4 次财政政策刺激时期经济通胀及国债收益率表现 .....	8

## 1.2 2年期国债期货简介

中金所2年期国债期货合约将于8月17日上市交易,2年期国债期货首批上市合约为2018年12月(TS1812)、2019年3月(TS1903)和2019年6月(TS1906)。各合约挂盘基准价为:TS1812合约的挂盘基准价为99.36元,TS1903合约的挂盘基准价为99.08元,TS1906合约的挂盘基准价为98.96元。

我们预计TS1812合约CTD券为180002.IB,预计首日该券到期收益率波动在(2.88,3.53),因此我们预计TS1812首日价格运行区间为(98.67,100.183)

### 1.1. 2年期国债期货合约要素

表 1: 2年期、5年期与10年期国债期货合约基本要素对比

	2年期(TS)	5年期(TF)	10年期(T)
合约标的	面值为 <b>200万元</b> 人民币、票面利率为3%的名义中短期国债	面值为 <b>100万元</b> 人民币、票面利率为3%的名义中期国债	面值为 <b>100万元</b> 人民币、票面利率为3%的名义长期国债
可交割国债	发行期限 <b>不高于5年</b> ,合约到期月份首日 <b>剩余期限为1.5-2.25年</b> 的记账式付息国债	发行期限 <b>不高于7年</b> ,合约到期月份首日 <b>剩余期限为4-5.25年</b> 的记账式付息国债	发行期限 <b>不高于10年</b> ,合约到期月份首日 <b>剩余期限不低于6.5年</b> 的记账式付息国债
报价方式	百元净价报价		
最小变动价位	0.005元		
合约月份	最近的三个季月(3月、6月、9月、12月)中的最近三个月循环)		
交易时间	9:15-11:30, 13:00-15:15; 最后交易日: 9:15-11:30		
每日价格最大波动限制	上一交易日结算价的 <b>±0.5%</b>	上一交易日结算价的 <b>±1.2%</b>	上一交易日结算价的 <b>±2.0%</b>
最低交易保证金	合约价值的 <b>0.5%</b>	合约价值的 <b>1.0%</b>	合约价值的 <b>2.0%</b>
最后交易日	合约到期月份的第二个星期五		
交割方式	实物交割		
最后交易日	最后交易日后第三个交易日		

**国债期货品种的共同点:** 合约标的均为票面利率3%的名义国债(虚拟券)、报价方式、最小变动价位、合约月份、交易时间、最后交易日、最后交割日、最后交易日交易时间、交割方式等合约要素基本相同。除合约要素之外,持仓限额、大户持仓报告等制度均相同。

**国债期货品种的不同点:** ①合约标的的面值不同。②可交割券期限范围不同。③保证金比例和涨跌停幅度不同。

## 2. TS1812 首日策略

### 2.1. 单边策略

今年年初以来,2Y国债收益率从3.8%下行至2.88%,下行92BP,下行主要原因是经济需求回落、货币政策边际松动、资金面宽松。

近期国内宏观出现变化,在7月的国务院常务会议和政治局会议上明确财政政策要更加积极,财政政策转向

更宽松。对于货币政策，“宽货币”进一步确认。

**货币政策：**“宽货币”进一步确认，资金面继续维持宽松，但宽货币的利好在边际减弱。

**财政政策：**市场焦点将转向财政政策如何落地和执行效果，一旦在资金和项目支持下，下半年基建投资从失速下跌转为企稳回升，经济需求回落支撑的债券牛市逻辑将会大为弱化。在同时宽货币和宽财政情况下，利率最终是否上行，取决于经济的走势。

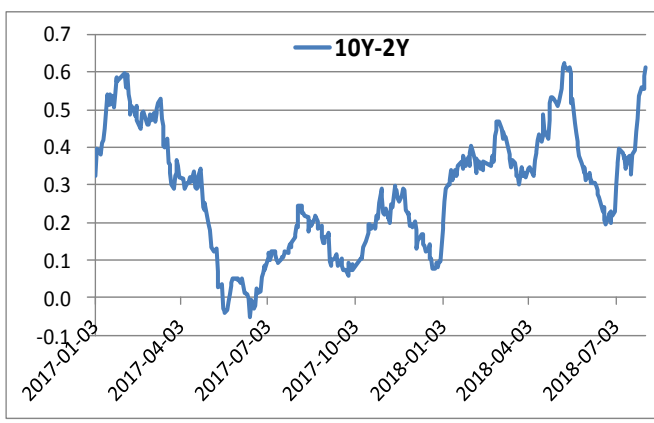
**经济面：**当前财政刺激出现 09 年四万亿规模概率较小，更大的可能性是托底经济为主的宽财政政策，财政政策边际效应不断弱化、政策时滞也有所拉长，经济很难出现向 09 年大幅反弹的情况。尽管政策边际上已经有变化，但数据很难那么快反映，基建下滑存在一定惯性，但预计下半年基建投资将从失速下跌转为企稳回升。房地产目前还未有放开迹象。国内经济仍处于放缓阶段，但放缓速度可能减缓。

综合看，宽货币对债市利好减弱，市场焦点转向财政政策如何落地和执行效果，近期市场风险偏好回升。但近年来财政政策边际效应不断弱化，国内经济仍处于放缓阶段，但放缓速度可能减缓。

**综上，近期利率维持震荡概率较大，当前利率接近阶段性底部区间，后市利率震荡上行概率较大，建议 2 年期国债期货逢高空。**

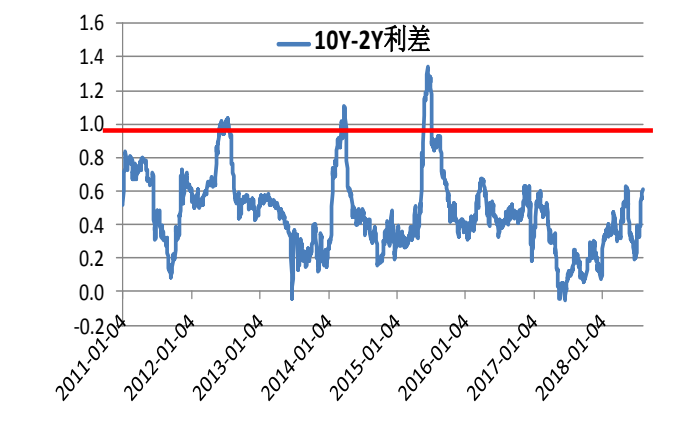
## 2.2. 跨品种套利策略

图 1：2017 年以来 10Y-2Y 利差



资料来源：Wind，浙商期货研究中心

图 2：2011 年以来 10Y-2Y 利差



资料来源：Wind，浙商期货研究中心

2 年期利率与 10 年期利率均受资金面、经济面、政策面等因素影响。2 年期是短端利率，10 年期是长端利率，资金面对 2 年期的影响大于对 10 年期。

宽货币基调进一步确认，预计资金面仍维持较宽松格局，短期可继续做陡曲线交易，即短期 10Y-2Y 利差仍可能扩大。但是若央行公开市场操作净投放量开始减少，则可尝试做平曲线，即尝试做 10Y-2Y 利差缩小。预计 TS1812 合约 CTD 券为 180002.IB，T1812 合约 CTD 券为 180011.IB，目前两者 CTD 券久期比约为 1:3.5，建议合约配比数 2:1。

**策略：短期可继续做陡曲线，即短期 10Y-2Y 利差仍可能扩大，多 2 手 TS1812，空 1 手 T1812。关注 10Y-2Y 利差阶段性高位 1 附近的表現，如果此时央行公开市场操作净投放量开始减少，则可尝试阶段性做平曲线，即尝试做 10Y-2Y 利差缩小，空 2 手 TS1812，多 1 手 T1812。**

### 3. 2年期国债收益率基本面

图 3：2Y 国债收益率 VS.5Y 国债收益率 VS.10Y 国债收益率



资料来源：Wind，浙商期货研究中心

图 4：2Y、5Y、10Y 相关性

相关性分析			
	2年	5年	10年
2年	1	0.924	0.767
5年	0.924	1	0.931
10年	0.767	0.931	1

资料来源：浙商期货研究中心

图表和数据表明，2年期国债收益率总体趋势与市场基准10年期国债收益率保持一致，2年期利率与10年期利率均受资金面、经济面、政策面等因素影响。2年期是短端利率，10年期是长端利率，资金面对2年期的影响大于对10年期。2008年至今两者相关性在0.767。

### 3.1. 利率环境

图 5：2Y 国债收益率与 10Y 国债收益率



资料来源：Wind，浙商期货研究中心

回顾 2008 年以来，债市共经历了三轮牛市，三轮熊市：

- ① 2008.6-2009.1 为牛市，2Y 国债收益率从 3.7% 下行至 1.1% ，下行 260BP；10Y 国债收益率从 4.3% 下行至 2.7%，下行 160BP。
- ② 2009.1-2011.9 为熊市，2Y 国债收益率从 1.1% 上行至 3.9% ，上行 280BP；10Y 国债收益率从 2.7% 上行至 4.1%，上行 140BP。
- ③ 2011.9-2012.7 为牛市，2Y 国债收益率从 3.9% 下行至 2.2% ，下行 170BP；10Y 国债收益率从 4.1% 下行至 3.2%，下行 90BP。
- ④ 2012.7-2014.1 为熊市，2Y 国债收益率从 2.2% 上行至 4.4% ，上行 220BP；10Y 国债收益率从 3.2% 上行至 4.65%，上行 145BP。
- ⑤ 2014.1-2016.10 为牛市，2Y 国债收益率从 4.4% 下行至 2.2% ，下行 220BP；10Y 国债收益率从 4.65% 下行至 2.66%，下行 199BP。
- ⑥ 2016.10-2017.12 为熊市，2Y 国债收益率从 2.2% 上行至 3.8% ，上行 160BP；10Y 国债收益率从 2.66% 上行至 3.98%，上行 132BP。

2018.1-至今，2Y 国债收益率从 3.8% 下行至 2.88% ，下行 92BP；10Y 国债收益率由 3.98% 下行至 3.55%，下行 43BP。本轮国债收益率的下行主要原因是经济需求回落、货币政策边际松动，因此国债收益率出现下行。近期国内宏观出现变化，在 7 月底的政治局会议上强调“财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用”，明

确财政政策要更加积极，财政政策转向更宽松。对于货币政策，“宽货币”进一步确认。当前“宽货币”不变，但财政政策将更加宽松，可能会对国债收益率走势产生新的影响。

我们通过观察 2008 年以来 5 次财政政策刺激时期经济通胀及国债收益率表现进行后续分析：

**表 2：2008 年以来 4 次财政政策刺激时期经济通胀及国债收益率表现**

财政政策刺激时期	货币政策	经济	CPI	10Y 国债	2Y 国债
2009.1-2011.6	紧缩。2010 年 2 次加息，6 次上调存准。2011 年 3 次加息，6 次上调存准。	高位震荡。经济增速上行并维持高位。	先下后上，09 年 CPI 同比运行在负数区间，10 年后自 1.5% 上行至 6.4%	上行。10Y 国债收益率从 2.7% 上行至 4.1%，上行 140BP	上行。2Y 国债收益率从 1.1% 上行至 3.9%，上行 280BP
2012.6-2012.9	宽松。2 次降息。	先下后上。	处于 1.8%-2.2%，低位震荡下行。	上行。	上行。
2013.12-2014.6	宽松。2014.11.22 降息。	先下，短期反弹后再次下行。	处于 1.8%-2.5%。先下，短期反弹后再次下行。	下行。	下行。
2015.7-2015.11	宽松。2015 年 5 次降息，4 次降准。	先下，短期反弹后再次下行。	处于 1.27%-1.65%，先下后上	下行。	下行。

以上表格为我国 2008 年以来 4 次财政政策发力时期，国债收益率表现的总结，具体分析我们在下文展开。

### 3.2. 财政政策

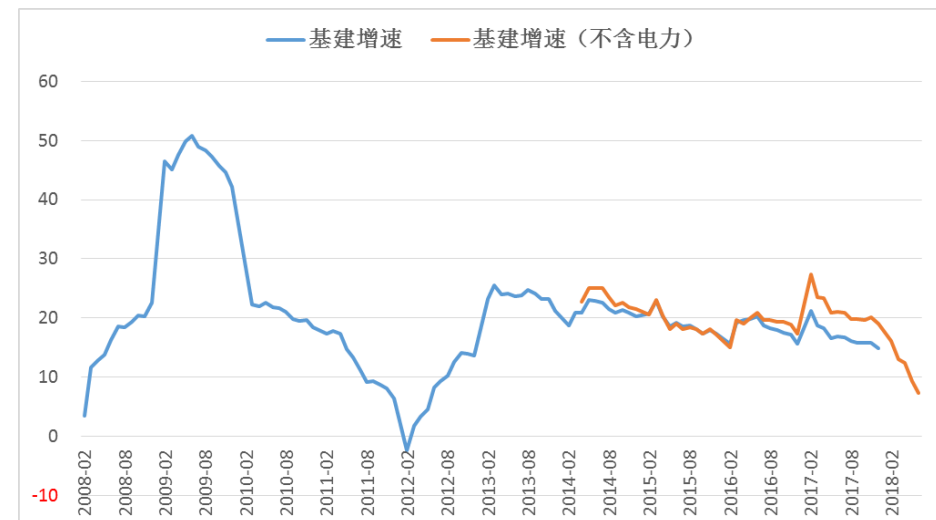
2018 年 1 月以来，债券收益率不断下行，2Y 国债收益率从 3.8% 下行至 2.88%，下行 92BP；10Y 国债收益率由 3.98% 下行至 3.55%，下行 43BP。这轮债券收益率的下行主要原因是：经济增速下滑、货币政策边际宽松、流动性较为宽裕。

今年上半年财政政策偏紧，上半年多部委发文整治问责地方违规举债，年初以来地方数据挤水分、PPP 大清理、地方隐性债务核查等轮番启动，不少地方对新投资项目“停、缓、调、撤”，广义财政大幅紧缩，基建投资大幅下滑。由于今年不仅受到国内经济需求回落影响，同时受到中美贸易战外部因素影响，经济减速压力较大。为了对冲经济下滑，在 7 月的国务院常务会议和政治局会议中，提出财政政策要更加积极，财政政策转向更宽松。在财政政策发力下，国债收益率是否能延续上半年下行趋势？我们通过 2008 年以来 4 次财政政策刺激时期国债收益率表现来分析。

财政政策指的是政府通过改变税收、政府支出以调节经济运行，财政政策是短期内调节经济的重要手段，可以起到平滑经济波动的作用，但宽财政并非经济上行的充分条件，对长期经济增速的影响较弱。

**图 6：2008 年以来基建投资增速**





资料来源: Wind, 浙商期货研究中心

**图 7: 2008 年以来实际 GDP 增速**



资料来源: Wind, 浙商期货研究中心

### ①2009.1-2011.6: 4 万亿政策刺激横空出世。

2009 年初为抑制经济下滑, 国务院推出 4 万亿投资十项举措, 随后 3 个月陆续出台十大产业振兴计划、对家电、汽车、农机提供价格补贴以鼓励消费、进行税制改革和税负减免。

**货币政策:** 2008.9-2008.12 为配合财政刺激, 央行大幅放松货币政策以支持稳增长。但随后货币政策开始紧缩。

**债券影响:** 超强财政刺激叠加信贷大扩张, 基建增速大幅上升, 大幅提振市场短期信心, 财政刺激政策在 2 个季度内即显现效果, 经济从 2009 年 2 季度起开始强劲反弹。在此期间, 经济上行并维持高位, 通胀上行, 货币政策紧缩, 2Y 和 10Y 国债收益率上行, 债市价格下跌。

### ②2012.6-2012.9: 继续实施积极的财政政策, 加大结构性减税政策力度, 保持货币信贷平稳适度增长。

**货币政策:** 宽松, 2 次降息。

**债券影响:** 期间, 经济先下后上, 通胀低位运行, 虽然采取宽松货币政策, 但由于当年 7 月宣布年内第二次降息后, 此后市场降准预期落空, 资金面中性偏紧局面延续, 国债收益率上行, 债市下跌。

### ③2013.12-2014.6 及 2015.7-2015.11：广义财政周期大扩张。

受 08 年 4 万亿刺激后遗症的影响，本轮积极财政未再以“信贷扩张+地方政府上投资项目”为刺激重点，定向投资、定向资金投放、以及政府隐性债务的扩张。

**货币政策：**宽松

**债券影响：**基建增速小幅回升，但随后下行，总体趋势向下，本轮财政刺激对经济增长的边际拉动效果明显衰退，2014 年中开始的刺激政策，直到 8 个季度后的 2016 年中，经济才开始出现企稳复苏迹象。国债收益率下行，债券上涨。

#### 宽财政时期债市影响总结：

总体看，除了 09 年四万亿那轮财政大幅发力之外，其余时期的宽财政以托底经济为主，期间经济仍然呈下行态势。历史上财政政策对国内债券的影响在不同时期存在差异。当财政政策对经济和通胀影响有限的时候，财政政策发力并不一定对债券利空，如果同时搭配宽松的货币政策，财政政策对债券的利空可能被完全抵消。在同时宽货币和宽财政情况下，利率最终是否上行，取决于经济的走势。

### 3.3. 货币政策

2018 年年初以来，国债收益率下行，债市价格上涨，源于货币政策边际松动，资金面宽松，短端收益率下行幅度大于长端。

#### ① 宽货币

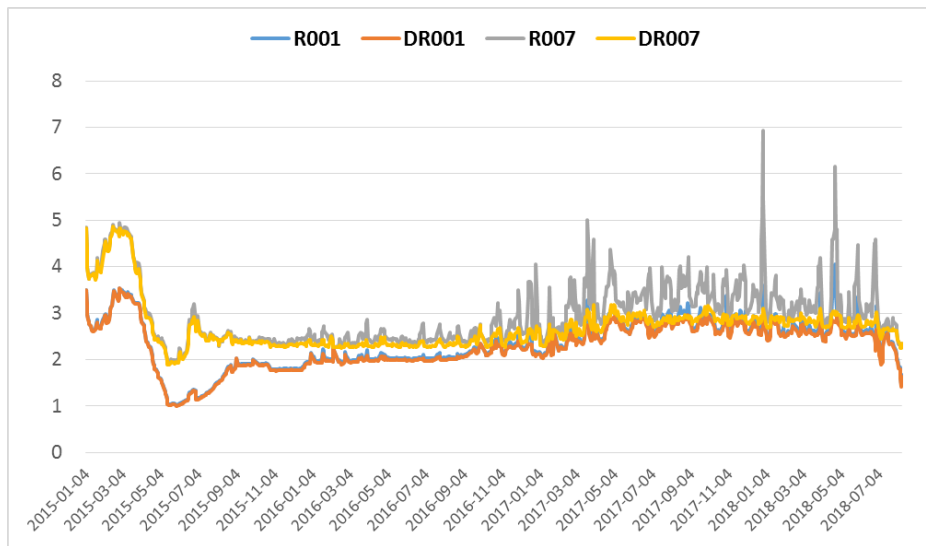
2018 年降准 2 次；6 月，央行扩大 MLF 担保品范围至 AA 级债券；央行指出“人民银行始终高度重视外部冲击的影响，将前瞻性地做好相关政策储备”；国务院常务会议改流动性定调为“合理充裕”。

#### ② 资金面宽松

今年年初以来，银行间资金利率持续维持低位。同业存单利率快速走低，几乎呈现“断崖式”下滑。目前 AAA 评级的 3M 和 6M 同业存单均已跌破上一轮宽松的低点，3M 同业存单利率距离破“2”仅一步之遥。

导致今年以来资金面宽松的原因为央行宽货币的政策。在 7 月的国务院常务会议和政治局会议上“宽货币”进一步确认，资金面继续维持宽松，但宽货币的利好在边际减弱。

#### 图 8：货币资金价格维持低位



资料来源：Wind，浙商期货研究中心

**图 9：同业存单跌破上一轮宽松的低点**



资料来源：Wind，浙商期货研究中心

### 3.4. 经济面

#### ①宏观特征：信用收缩+中美贸易战

今年年初以来面临信用收缩的问题。2017 年 10 月后，社融增速转折下行，紧信用时期再度开启，当前社融增速已经下降至 10% 以下。固定资产投资增速下滑，除制造业外，基建投资、房地产投资均出现下滑。国内经济需求回落。

另一方面，中美贸易战也对国内造成负面影响。贸易战本身会影响全球经济的复苏，贸易战加速外需放缓。

#### ②宏观条件发生变化

第一阶段：3 月下旬起，贸易战升温，外需和增长不确定性加大。

第二阶段：4 月下旬起，汇率升值转贬值。国内信用持续收缩。

第三阶段：5月上旬起，中小企业融资问题凸显。

### ③宏观政策出现变化

为了应对宏观变化，国内宏观政策也相应作出调整。

第一阶段，从去杠杆到稳内需：4月下旬，政治局会议首提“持续扩大内需”；强调货币政策要“注重引导预期”。

第二阶段，货币政策信号出现：4月、7月央行两次降准；6月，央行扩大MLF担保品范围至AA级债券；央行指出“人民银行始终高度重视外部冲击的影响，将前瞻性地做好相关政策储备”；国务院常务会议改流动性定调为“合理充裕”。降准和下调支小再贷款利率出现。

第三阶段，金融政策和财政政策信号出现：7月，央行或指导银行增配低等级信用债；银保监会指出要加大信贷投放力度，为民营和小微企业雪中送炭；发改委等六部门合力推进债转股；国务院常务会议和政治局会议明确财政政策要更加积极。

#### 总体看：

宏观政策从“宽货币、紧信用、紧财政”调整为“宽货币、稳信用、宽财政”，宏观政策调整是为了对冲经济下滑。当前财政刺激出现09年四万亿规模概率较小，更大的可能性是托底经济为主的宽财政政策，经济很难出现向09年大幅反弹的情况。

尽管政策边际上已经有变化，但数据很难那么快反映，基建下滑存在一定惯性，但预计下半年基建投资将从失速下跌转为企稳回升。房地产目前还未有放开迹象。国内经济仍处于放缓阶段，但放缓速度可能减缓。

#### 免责声明：

本报告版权归“浙商期货”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布前已使用或了解其中信息。