超长债和期货表现仍强——利率衍生品双周回顾与展望 20240227

华泰研究
2024 年 2 月 28 日 | 中国内地 固定收益双周报

研究员 张继强
SAC No. S0570518110002 zhangjiqiang@htsc.com
SFC No. AMB145 +(86) 10 6321 1166

研究员 仇文竹
SAC No. S0570521050002 qiuwenzhu@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

研究员 吴宇航
SAC No. S0570521090004 wuyuhang@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

联系人 欧阳琳
SAC No. S0570123070159 ouyanglin@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

两周回顾

年初以来，债市表现亮眼，超长债和国债期货尤其强。背后有三点原因：一是去年底以来，宏观新旧动能切换的逻辑强化，市场关注经济长期问题，“长期利率中枢下行”的预期较为一致。二是年初机构面临配置需求+债市资产荒，信用下沉和杠杆策略性价比不高，拉长久期成为相对占优且不得已的选择，国债期货也相应受益。三是货币政策靠前发力，降准和 LPR 下调先后落地，市场降息预期一致，机构倾向于早配置早受益，存贷款利率下行也从比价角度利好债市。

现券研判

本轮债市走强的主要因素在于机构行为和缺资产，此外也与基本面、供求面、降息预期等有关，目前十年国债现券下行至 2.4%附近。往后看，债市走强周期预计并未结束，风险点在于短期的调整波动，关注降息预期落地时点、财政发力、地产企稳等。总之短期来看，长端利率可能在 2.3%-2.4%位置偏强震荡，如果资金利率中枢下行等，利率或进一步突破。我们判断久期+品种选择>杠杆>信用下沉，建议重新平衡久期（从 30 年向 10、5、3 年腾挪）和杠杆（适度博弈）。

衍生品方向策略

方向：期货预计继续走强。由于基本面环境待逆转、财政政策短期不担心、货币政策仍有期待、非银缺资产，中短期看债市仍偏乐观，但短期内市场隐含预期已经很高，一旦降息预期兑现，可能债市会出现一定调整，不过债市大概率趋势仍偏强，短期波动可能明显加大。如果市场上涨，相比现券而言，TF、TS、T 合约基差已无法带来超额回报，TL 尚有空间，但波动性或加大。对于期货而言，由于目前基差较低，进一步压缩空间不大，债市偏强趋势预计持续，如果考虑到期货操作的便利性，可选择期货成为多头，如果对于后市判断偏谨慎，当然也可以考虑期货的套期保值属性。IRS：跨年后资金面均衡偏松，利率互换也窄幅波动，因此我们暂不推荐 IRS 方向策略。

国债期货交易策略

期现策略：2403 合约关注止盈机会。主力合约 CTD 的 IRR 中枢水平小幅下降，波动性较前期有所加大。各品种 IRR 与 NCD 收益相比优势不明显，在 IRR 下行的背景下，前期 2403 合约 IRR 正套操作可适当关注止盈机会。基差策略：TL2406 基差尚有一定空间。T、TS、TF 合约均位于较低水平，进一步收敛空间不足，TL 合约尚有一定收敛空间，且当前债市依然较强，期债表现或不错下 TL2406 基差可能有所收窄。跨期策略：暂不推荐。目前跨期价差整体较高，2403 合约 IRR 中枢已经较低，2409 合约流动性不佳。跨品种策略：暂不推荐。长端预计窄幅偏强震荡，短端下行空间或有限，不过目前收益率曲线已很平坦，政策博弈期长端波动性也会有所加大，因此暂不推荐跨品种策略。

IRS 交易策略

期差策略：目前利率互换期差处于 2018 年以来低位，但 IRS 曲线变化不及现券、期货，且 IRS 平仓较难，因此暂不推荐。基差策略：同业存单发行力度不小，需求端短期或没有明显增强，因此同业存单利率进一步下行空间有限。广谱利率预计下行背景下 NCD 利率下行概率更高，但基差处于 2012 年以来低位区间，即使 NCD 下行也难再压缩较多空间，做空基差性价比不高，暂不推荐。养券回购：1Y 和 5Y 均缺乏空间，暂不推荐。

风险提示：地产链持续恢复、监管政策超预期。

正文目录

国债期货市场回顾 **4**

国债期货交易策略 **5**

方向策略：期货预计继续走强 5

期现策略：2403 合约关注止盈机会 6

基差策略：TL2406 基差尚有一定空间 7

跨期策略：暂不推荐 9

跨品种策略：暂不推荐 9

IRS 市场回顾 **12**

IRS 交易策略 **14**

方向策略：暂不推荐 14

期差策略：暂不推荐 14

基差策略：基差处低位区间，暂不推荐 15

养券回购：暂不推荐 16

风险提示 17

图表目录

图表 1： 国债期货主力合约收盘价 4

图表 2： 国债期货主力合约成交量 4

图表 3： TS、TL 主力合约持仓量 4

图表 4： TF、T 主力合约持仓量 4

图表 5： 国债期货周数据（2024 年 2 月 5 日-2024 年 2 月 21 日） 4

图表 6： T2403 前二十大会员净持仓 5

图表 7： TF 成交持仓比 5

图表 8： T 成交持仓比 5

图表 9： T2403 MACD 技术图 6

图表 10： T2403 KDJ 技术图 6

图表 11： T2403 RSI 技术图 6

图表 12： T 合约日内走势（2 月 27 日） 6

图表 13： T2403 可交割券 IRR 一览 7

图表 14： TF2403 可交割券 IRR 一览 7

图表 15： TS2403 可交割券 IRR 一览 7

图表 16： TL2403 可交割券 IRR 一览 7

图表 17： T 主力合约基差分位数表（自合约上市以来） 8

图表 18： TF2403 基差、净基差和 IRR 走势 8

图表 19： T2403 基差、净基差和 IRR 走势 8

图表 20： TS2403 基差、净基差和 IRR 走势 8

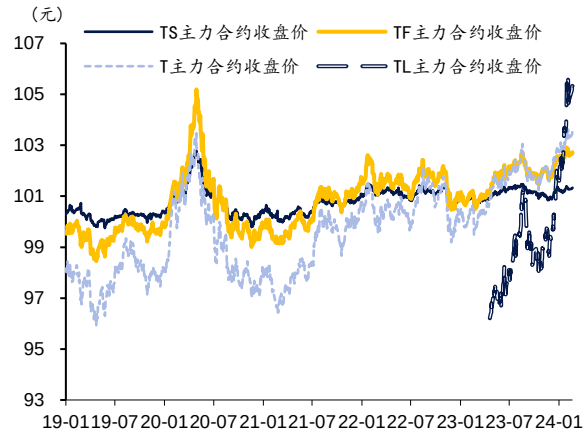
图表 21： TL2403 基差、净基差和 IRR 走势 8

图表 22： TF 跨期价差 9
图表 23： T 跨期价差 9
图表 24： TS 跨期价差 9
图表 25： TL 跨期价差 9
图表 26： 国债期货现券及期货利差周变化（2024 年 2 月 5 日-2024 年 2 月 21 日） 9
图表 27： 2403 合约期货 YTM 差值 10
图表 28： 主力合约陡平变化 10
图表 29： 期限利差变化 10
图表 30： 期限利差变化 10
图表 31： 主力合约陡平策略 11
图表 32： 10Y+2Y-2*5Y 利差图 11
图表 33： 2403 合约蝶式套利 11
图表 34： Shibor 3M 利率互换定盘曲线 12
图表 35： FR007 利率互换定盘曲线 12
图表 36： Shibor 3M 买卖价差 12
图表 37： FR007 买卖价差 12
图表 38： LPR 利率互换 13
图表 39： Repo 1Y 的 carry 走势 14
图表 40： Shibor 3M 利率互换定盘曲线期差 15
图表 41： FR007 利率互换定盘曲线期差 15
图表 42： 同业存单发行利率 15
图表 43： Shibor 3M 与 1Y Shibor 3M IRS 16
图表 44： Shibor 3M/FR007 基差走势 16
图表 45： 同业存单发行利率与 Shibor 16
图表 46： 3M 同业存单发行利率 16
图表 47： 1Y 国开养券回购 16
图表 48： 5Y 国开养券回购 16

国债期货市场回顾

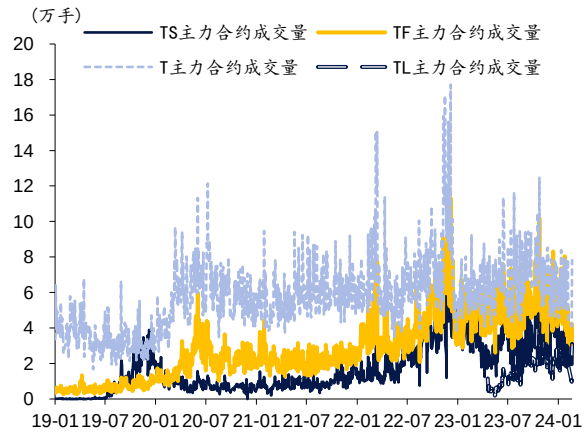
年初以来，债市表现亮眼，超长债和国债期货尤其强。背后有三点原因：一是去年底以来，宏观新旧动能切换的逻辑强化，市场关注经济长期问题，“长期利率中枢下行”的预期较为一致。二是年初机构面临配置需求+债市资产荒，信用下沉和杠杆策略性价比不高，拉长久期成为相对占优且不得已的选择，国债期货也相应受益。三是货币政策靠前发力，降准和 LPR 下调先后落地，市场降息预期一致，机构倾向于早配置早受益，存贷款利率下行也从比价角度利好债市。

图表1： 国债期货主力合约收盘价



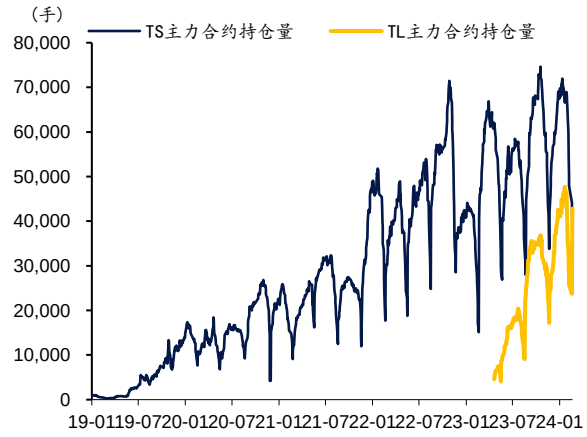
资料来源：Wind，华泰研究

图表2： 国债期货主力合约成交量



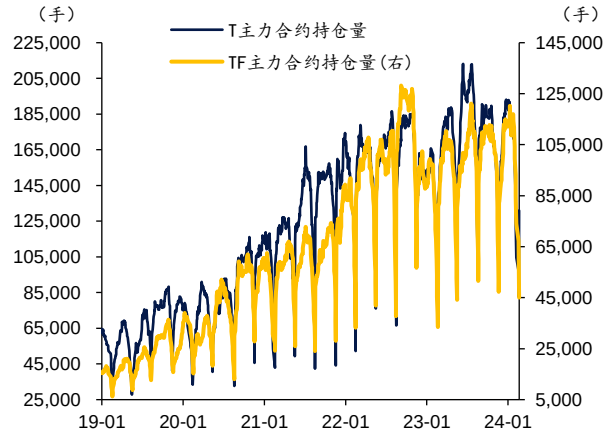
资料来源：Wind，华泰研究

图表3： TS、TL 主力合约持仓量



资料来源：Wind，华泰研究

图表4： TF、T 主力合约持仓量



资料来源：Wind，华泰研究

图表5： 国债期货周数据（2024 年 2 月 5 日-2024 年 2 月 21 日）

合约名称	周涨跌(元)	活跃CTD券	现券报价(%)	变化(bp)	基差(元)	变化(元)	净基差(元)	变化(元)	IRR	变化(bp)	期货隐含收益率(%)	变化(bp)
TS2403	0.1240	230020.IB	2.0825	-4.25	0.0329	0.01	0.0125	0.02	1.71%	-0.27	2.0993	-3.69
TS2406	0.2120	230027.IB	2.0850	-5.51	-0.0633	-0.01	-0.2207	0.02	2.52%	0.05	1.9879	-7.04
TF2403	0.2100	230008.IB	2.2950	-0.50	0.0520	-0.08	0.0121	-0.05	1.73%	0.58	2.3044	-2.41
TF2406	0.3000	230015.IB	2.2700	-4.60	-0.0564	0.04	-0.2298	0.08	2.54%	-0.10	2.2468	-3.80
T2403	0.3350	230019.IB	2.4307	-1.93	-0.0404	-0.08	-0.0806	-0.05	3.39%	1.23	2.4226	-3.26
T2406	0.4100	230028.IB	2.4100	-1.50	-0.0159	-0.16	-0.2391	-0.12	2.57%	0.44	2.4008	-4.14
TL2403	0.8000	190010.IB	2.6900	-3.00	0.0397	-0.32	-0.0498	-0.26	2.74%	2.83	2.6902	-4.44
TL2406	0.8800	190010.IB	2.6900	-3.50	0.2832	-0.13	-0.2453	-0.17	2.49%	0.50	2.6944	-4.57

资料来源：Wind，华泰研究

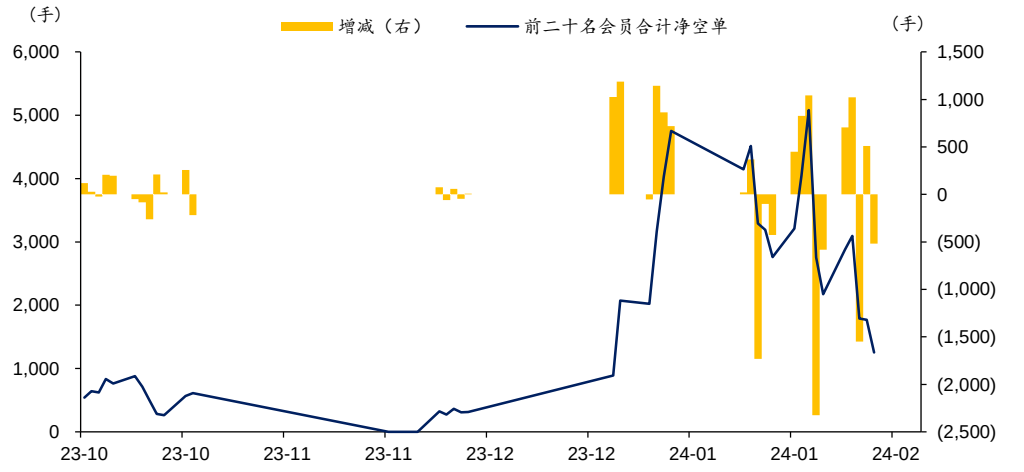
国债期货交易策略

方向策略：期货预计继续走强

近期国债期货整体偏强运行，IRR 先下后上。上周主力合约切换已完成，前期债市走强，现券、期货都强势突破，2406 合约基差已经被压缩至很低，仅 TL 合约尚有一定空间。具体来看，截止 2024 年 2 月 27 日，TF 的基差在-0.04 元附近，T 的基差在 0.03 元附近，现阶段现券和期债的运行基本一致，期债相对偏贵，TL 的基差为 0.22 元，或主要源于春节前多头止盈和部分套保需求。往后看，从方向策略上来说，由于基本面环境待逆转、财政政策短期不担心、货币政策仍有期待、非银缺资产，中短期看债市仍偏乐观，但短期内市场隐含预期已经很高，一旦降息预期兑现，可能债市会出现一定调整，不过债市大概率趋势仍偏强，短期波动可能明显加大。如果市场上涨，相比现券而言，TF、TS、T 合约基差已无法带来超额回报，TL 尚有空间，但波动性或加大。

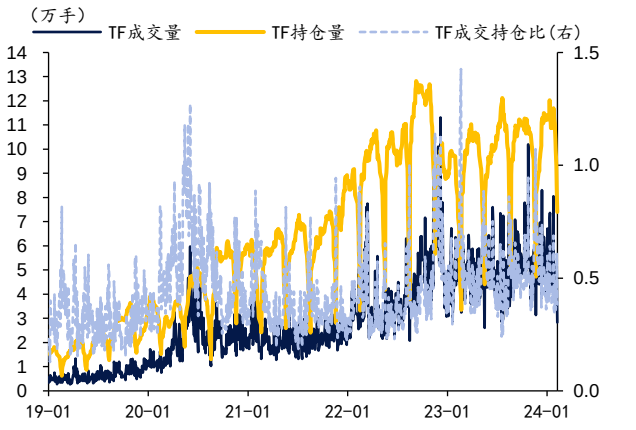
从前二十大会员净持仓来看，近期多头、空头均在不断入场，带动持仓量攀升，多头力量整体略强。此外，成交持仓比近期小幅上升，主要受移仓换月下持仓量的变化影响。

图表6：T2403 前二十大会员净持仓



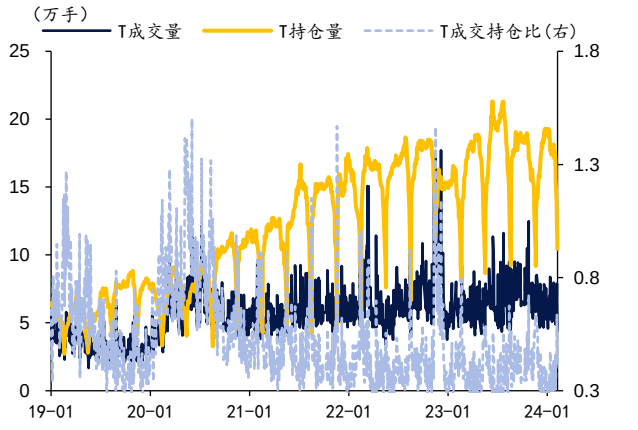
资料来源：Wind，华泰研究

图表7：TF 成交持仓比



资料来源：Wind，华泰研究

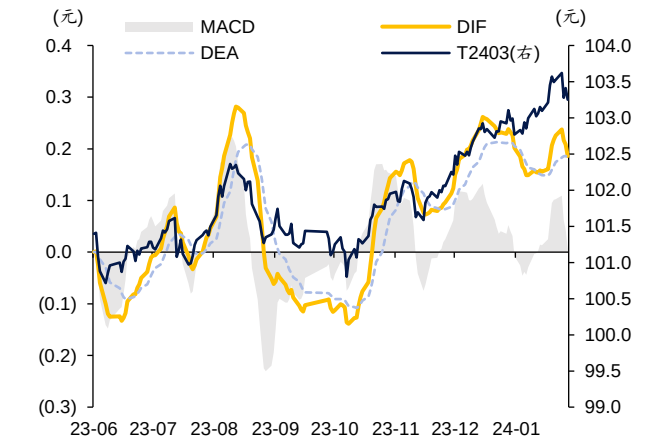
图表8：T 成交持仓比



资料来源：Wind，华泰研究

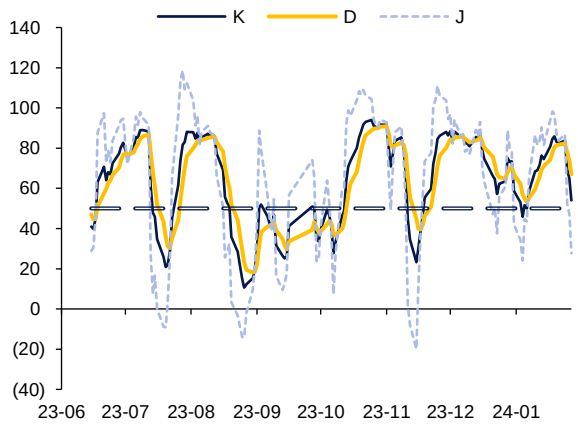
本轮债市走强的主要因素在于机构行为和缺资产，此外也与基本面、供求面、降息预期等有关，目前十年国债现券下行至 2.4%附近，期货也不断冲高。往后看，债市走强周期预计并未结束，风险点在于短期的调整波动，关注降息预期落地时点、财政发力、地产企稳等。总之短期来看，长端利率可能在 2.3%-2.4%位置偏强震荡，如果资金利率中枢下行等，利率或进一步突破。对于期货而言，由于目前基差较低，进一步压缩空间不大，不过债市偏强趋势预计持续，如果考虑到期货操作的便利性，可选择期货成为多头，如果对于后市判断偏谨慎，当然也可以考虑期货的套期保值属性。

图表9： T2403 MACD 技术图



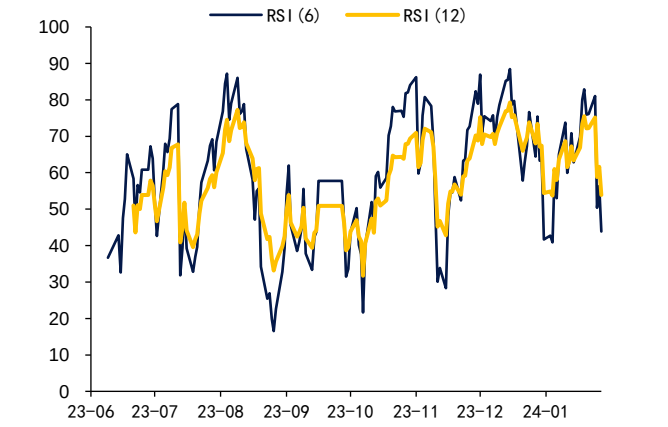
资料来源：Wind，华泰研究

图表10： T2403 KDJ 技术图



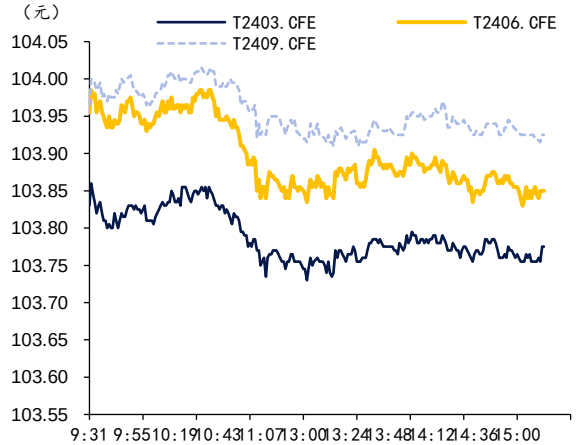
资料来源：Wind，华泰研究

图表11： T2403 RSI 技术图



资料来源：Wind，华泰研究

图表12： T 合约日内走势（2 月 27 日）



资料来源：Wind，华泰研究

期现策略：2403 合约关注止盈机会

主力合约 CTD 的 IRR 中枢水平小幅下降，波动性较前期有所加大。T 合约活跃 CTD 券的 IRR 波动不小，近两周波动区间为 1.22%-3.39%（截至 2024 年 2 月 21 日）。TF 合约的活跃 CTD 券的 IRR 则在 1.16%-3.32%区间变动。TS 合约活跃 CTD 的 IRR 从 2.49%（2024 年 2 月 5 日）回落至 1.71%附近。TL2403 合约 CTD 券的 IRR 同样经历了小幅下降，且波动性有所加大，最近两周，整体呈现先上后下的趋势，TL 活跃合约 CTD 的 IRR 在 1.57%-7.63%区间波动。近期 3M 存单收益率已下行至 2.14%附近，整体来看，各品种 IRR 与 NCD 收益相比优势不明显，在 IRR 下行的背景下，前期 2403 合约 IRR 正套操作可适当关注止盈机会。

图表13： T2403 可交割券 IRR 一览

CTD	日期	200016.IB	210009.IB	210017.IB	220003.IB	220010.IB	220017.IB	220025.IB	230004.IB	230012.IB	230018.IB	230019.IB	230026.IB	230028.IB
230019.IB	2024-02-05	-1.45%	0.54%	-0.94%	-0.96%	-2.55%	-3.39%	-4.33%	-5.14%	-6.48%	-8.57%	2.11%	-13.69%	0.77%
230019.IB	2024-02-06	-1.33%	-1.04%	-2.68%	-3.24%	-4.31%	-1.58%	-2.45%	-3.79%	-5.25%	-8.98%	1.54%	-11.12%	1.42%
230019.IB	2024-02-07	-2.24%	-0.76%	-0.27%	-1.17%	-1.08%	-3.05%	-2.34%	-3.32%	-5.06%	-8.51%	3.11%	-14.12%	0.30%
230019.IB	2024-02-08	-3.01%	-2.90%	-1.92%	-1.75%	-2.83%	-4.44%	-6.29%	-7.31%	-8.71%	-10.01%	2.15%	-14.16%	-0.90%
230019.IB	2024-02-19	-5.31%	-2.57%	-3.55%	-3.84%	-4.31%	-6.46%	-8.23%	-10.70%	-11.59%	-14.05%	3.03%	-20.66%	-0.41%
230019.IB	2024-02-20	-5.62%	-3.35%	-3.85%	-3.55%	-6.58%	-8.59%	-9.48%	-11.90%	-14.83%	-17.73%	1.22%	-23.11%	-1.52%
230019.IB	2024-02-21	-5.21%	-3.97%	-3.90%	-5.54%	-7.43%	-7.85%	-10.54%	-13.08%	-15.18%	-18.48%	3.39%	-26.04%	-1.22%

资料来源：Wind，华泰研究

图表14： TF2403 可交割券 IRR 一览

CTD	日期	210007.IB	210013.IB	230008.IB	230015.IB	230021.IB	230022.IB	240001.IB
210007.IB	2024-02-05	2.12%	-0.14%	1.95%	0.83%	1.21%	-0.53%	-2.56%
230008.IB	2024-02-06	0.80%	-0.29%	3.32%	-0.21%	0.87%	-1.54%	-2.81%
230008.IB	2024-02-07	0.73%	-1.65%	2.63%	0.26%	-1.15%	-1.60%	-1.87%
230008.IB	2024-02-08	-0.37%	-2.05%	1.16%	0.08%	-0.48%	-2.69%	-5.38%
230008.IB	2024-02-19	-0.81%	-2.93%	2.42%	-1.40%	-1.81%	-3.57%	-6.42%
230008.IB	2024-02-20	0.13%	-2.95%	2.01%	-3.11%	-3.99%	-5.86%	-8.79%
230008.IB	2024-02-21	-1.83%	-4.89%	1.73%	-3.11%	-4.04%	-6.00%	-9.70%

资料来源：Wind，华泰研究

图表15： TS2403 可交割券 IRR 一览

CTD	日期	200013.IB	220026.IB	230003.IB	230011.IB	230020.IB	230027.IB
230020.IB	2024-02-05	0.63%	1.40%	-0.26%	-1.78%	2.49%	0.45%
230020.IB	2024-02-06	-0.48%	1.48%	-0.53%	-1.93%	2.36%	0.57%
230020.IB	2024-02-07	0.08%	1.32%	-0.91%	-2.51%	2.17%	0.28%
230020.IB	2024-02-08	-0.36%		-0.94%	-2.59%	1.98%	0.09%
230020.IB	2024-02-19	-2.06%	0.56%	-2.34%	-4.70%	2.20%	-1.17%
230020.IB	2024-02-20	-1.71%	0.13%	-2.63%	-4.86%	2.62%	-1.26%
230020.IB	2024-02-21	-2.38%	-0.05%	-2.83%	-5.83%	1.71%	-1.98%

资料来源：Wind，华泰研究

图表16： TL2403 可交割券 IRR 一览

CTD	日期	190010.IB	210005.IB	210014.IB	220008.IB	220024.IB	230009.IB	230023.IB
190010.IB	2024-02-05	3.24%	-1.77%	-2.89%	-2.68%	-8.02%	-13.74%	-23.74%
210005.IB	2024-02-06	0.85%	3.88%	2.93%	-6.55%	-1.61%	-21.79%	-17.42%
210005.IB	2024-02-07	1.40%	5.34%	-0.77%	-3.90%	0.14%	-19.23%	-19.43%
210005.IB	2024-02-08	-2.20%	-0.09%	-1.39%	-2.69%	-3.03%	-19.17%	-20.84%
190010.IB	2024-02-19	7.63%	0.71%	0.21%	-1.00%	-8.66%	-31.96%	-36.40%
190010.IB	2024-02-20	1.57%	-1.98%	-1.86%	-9.66%	-13.56%	-29.36%	-40.63%
190010.IB	2024-02-21	2.74%	-2.11%	-6.73%	-10.17%	-12.81%	-37.36%	-44.35%

资料来源：Wind，华泰研究

基差策略：TL2406 基差尚有一定空间

截至 2024 年 2 月 27 日，T2403、TS2403、TF2403、TL2403 合约的基差分别为 0.14 元、0.02 元、0.09 元、0.14 元附近，由于节前部分多头止盈离场，基差略有回升，但目前基差依然处于低位，叠加 2403 合约接近交割，因此基差策略空间不大，故暂不推荐 2403 合约的基差策略。

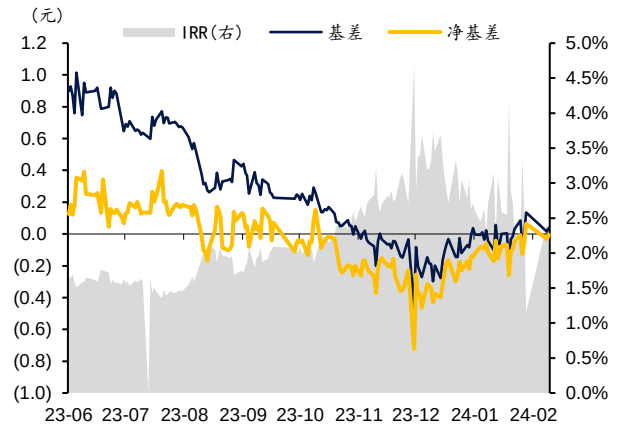
对于 2406 合约，截至 2024 年 2 月 27 日，T2406、TS2406、TF2406 和 TL2406 合约基差分别为 0.03 元、0.02 元、-0.04 元、0.22 元，T、TS、TF 合约均位于较低水平，进一步收敛空间不足，TL 合约尚有一定收敛空间(但很小)，且当前债市依然较强，期债表现或不错下 TL2406 基差可能有所收窄。当然，目前 TL2406 基差不算特别高，若做空基差盈利空间有限，也可权衡做空基差性价比。

图表17：T主力合约基差分位数表（自合约上市以来）

分位数	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
基差(元)	-0.0842	0.0080	0.0763	0.1406	0.2225	0.3183	0.4088	0.5230	0.9244

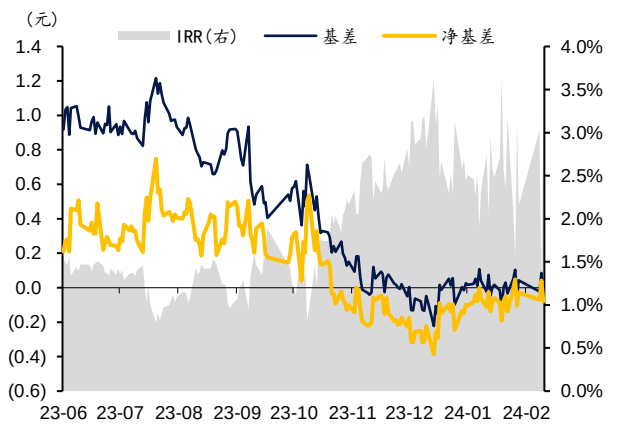
资料来源：Wind，华泰研究

图表18：TF2403基差、净基差和IRR走势



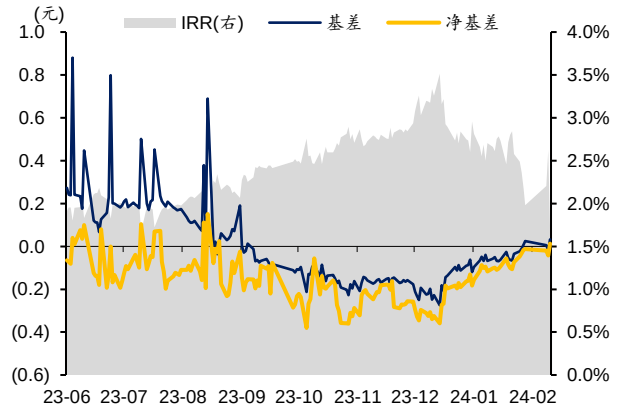
资料来源：Wind，华泰研究

图表19：T2403基差、净基差和IRR走势



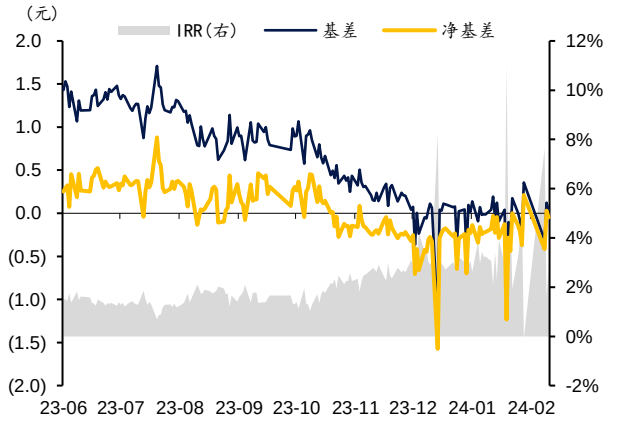
资料来源：Wind，华泰研究

图表20：TS2403基差、净基差和IRR走势



资料来源：Wind，华泰研究

图表21：TL2403基差、净基差和IRR走势

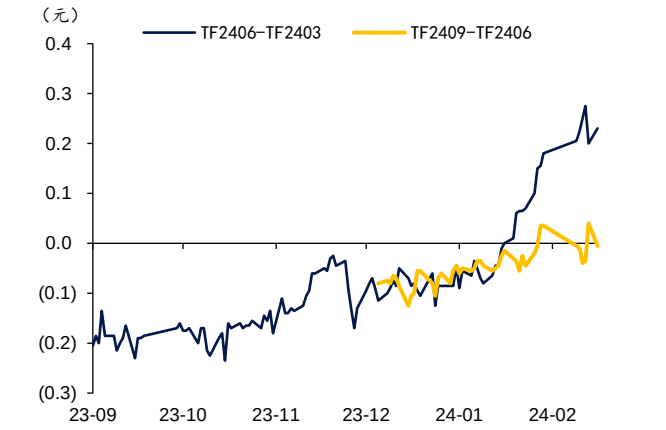


资料来源：Wind，华泰研究

跨期策略：暂不推荐

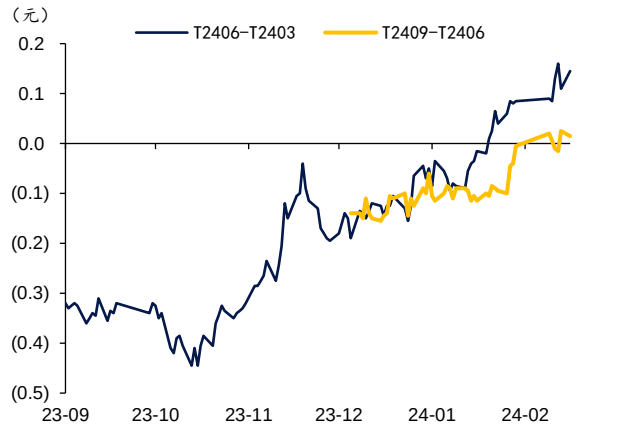
目前跨期价差整体较高，2403 合约 IRR 中枢已经较低，2409 合约流动性不佳，因此暂不推荐跨期策略。截至 2024 年 2 月 21 日，TF 合约、T 合约、TS 合约、TL 合约跨期价差(2406-2403)分别为 0.25 元、0.13 元、0.15 元、-0.12 元。节后一周，跨期价差呈现先上后下的趋势，空头或已移至 2406 合约。TL 合约跨期价差依然较低，由于目前债市情绪依然乐观，不排除跨期价差有所走高，当然也需关注投资者的套保情绪。

图表22：TF 跨期价差



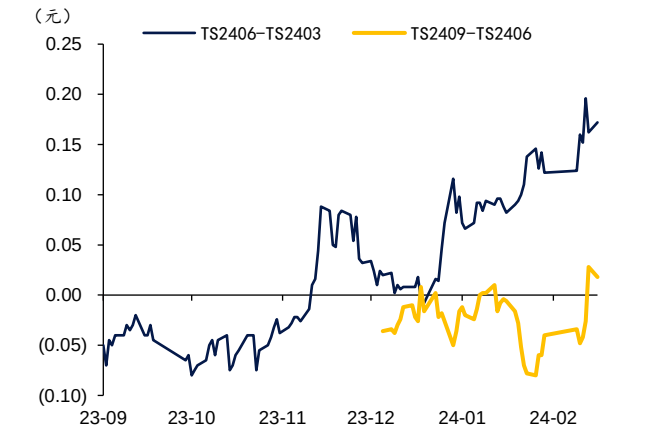
资料来源：Wind，华泰研究

图表23：T 跨期价差



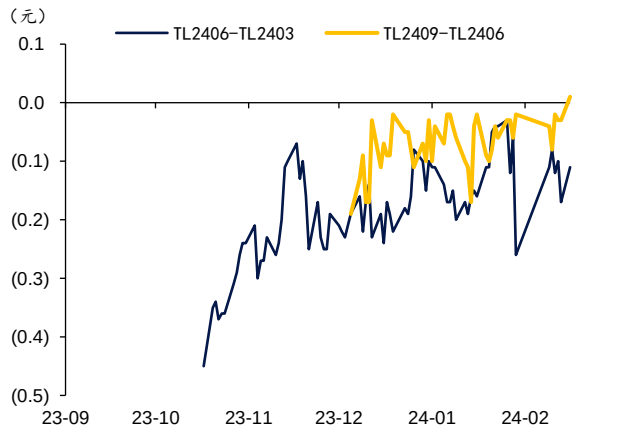
资料来源：Wind，华泰研究

图表24：TS 跨期价差



资料来源：Wind，华泰研究

图表25：TL 跨期价差



资料来源：Wind，华泰研究

跨品种策略：暂不推荐

目前长端利率已经刷新历史低点，短端利率受资金制约相对偏高，5-10-30 年期限段曲线很平坦。期货方面，2TF-T 价差先收窄后走阔。以 2TF-T 来看，2024 年 2 月 23 日为 102.29 元，处于近 5 年的 84%分位数附近；2*5Y-10Y 为 2.10%（近 5 年的 98%分位数附近）。

图表26：国债期货现券及期货利差周变化（2024 年 2 月 5 日-2024 年 2 月 21 日）

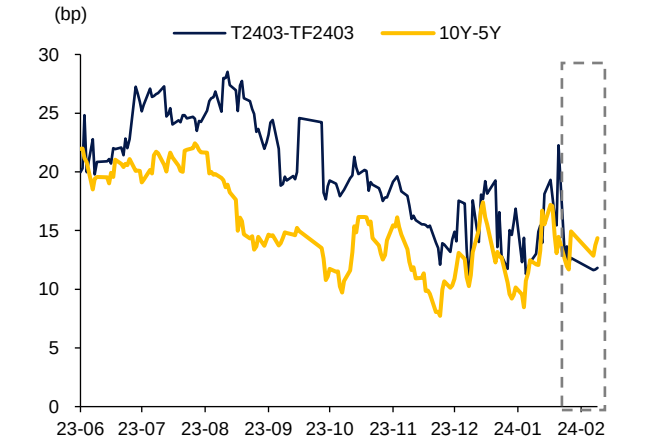
合约名称	活跃CTD	期货隐含YTM(%)	较上周末变动(bp)	跨品种期货利差(bp)		较上周末变动(bp)	现券利差(bp)	较上周末变动(bp)
TS2403	230020.IB	2.0993	-3.69	TF-TS	20.51	1.28	21.25	3.75
TF2403	230008.IB	2.3044	-2.41	T-TF	11.82	-0.85	13.57	-1.43
T2403	230019.IB	2.4226	-3.26	T-TS	32.33	0.43	34.82	2.32
TL2403	190010.IB	2.6902	-4.44	TL-T	26.77	-1.18	25.93	-1.07
TS2406	230027.IB	1.9879	-7.04	TF-TS	25.89	3.25	18.50	0.91
TF2406	230015.IB	2.2468	-3.80	T-TF	15.41	-0.34	14.00	3.10
T2406	230028.IB	2.4008	-4.14	T-TS	41.29	2.90	32.50	4.01
TL2406	190010.IB	2.6944	-4.57	TL-T	29.35	-0.43	31.25	1.25

资料来源：Wind，华泰研究

后续来看，资金面预计边际好转，但 3 月将迎来资本新规首次考核，或对银行资金融出带来影响，叠加四季度货政报告提出“围绕政策利率波动”，货币政策预计不会大幅放松，短期来看资金利率和短端预计也不会太强。

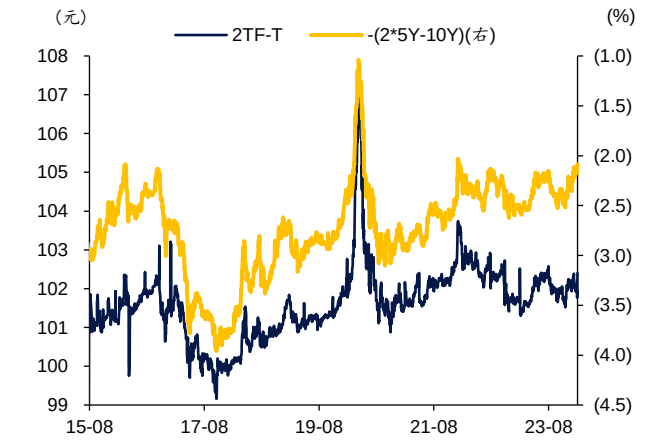
对长端而言，利好的因素在于基本面环境仍待逆转，财政政策短期不担心，货币政策仍有降息可能，机构仍缺资产，叠加权益反弹持续性仍待观察。但当前长端利率已经下至历史低位，供给等可能带来小幅扰动。目前市场已经隐含了比较乐观的预期，但大方向仍未调整，短期波动可能加大。总之，长端预计窄幅偏强震荡，短端下行空间有限，不过目前收益率曲线已很平坦，政策博弈期长端波动性也会有所加大，因此暂不推荐跨品种策略。

图表27：2403 合约期货 YTM 差值



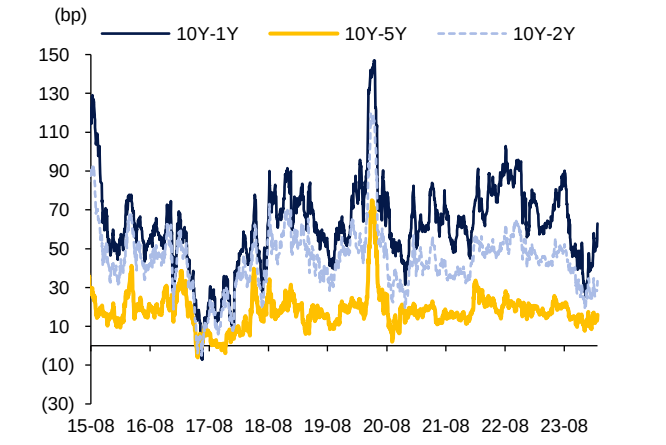
资料来源：Wind，华泰研究

图表28：主力合约陡平变化



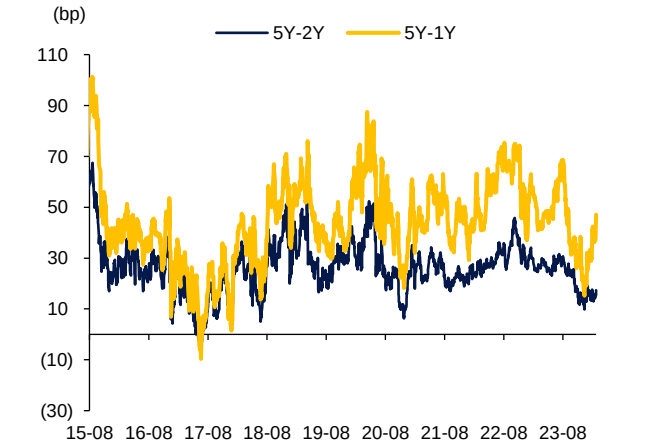
资料来源：Wind，华泰研究

图表29：期限利差变化



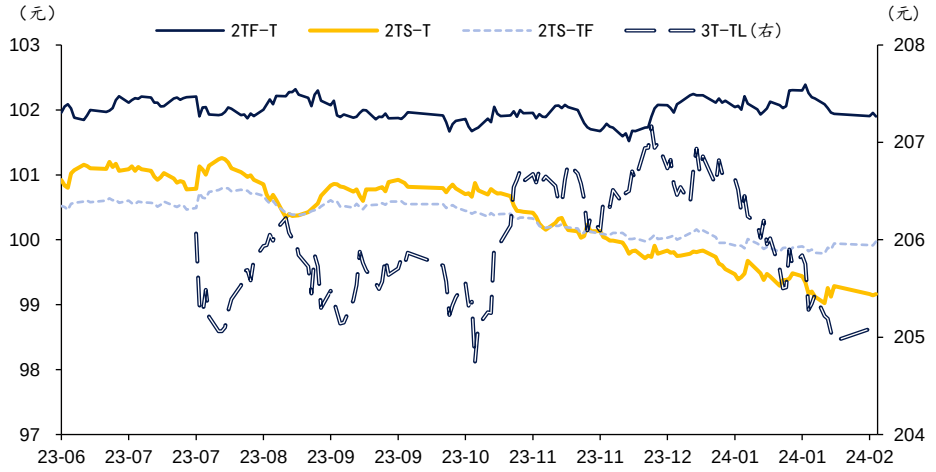
资料来源：Wind，华泰研究

图表30：期限利差变化



资料来源：Wind，华泰研究

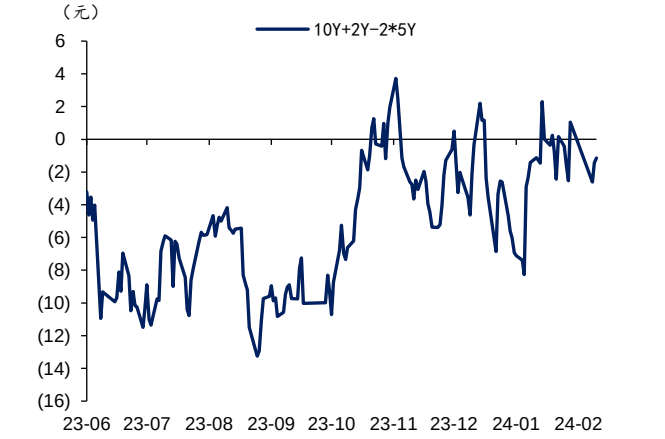
图表31：主力合约陡平策略



资料来源：Wind，华泰研究

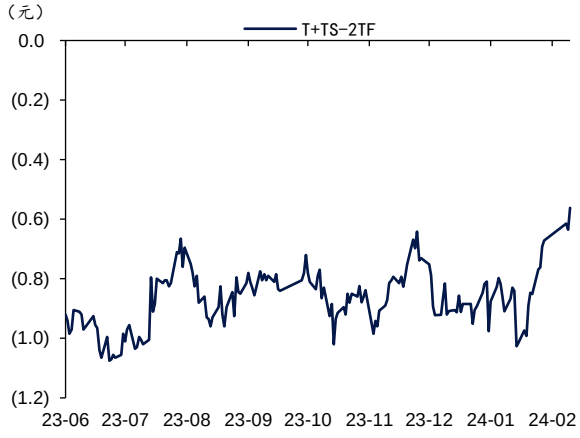
蝶式策略暂不推荐。目前，10Y+2Y-2*5Y 的利差在-2bp 附近波动，利差整体波动水平较低，空间很有限，因此暂不推荐。

图表32：10Y+2Y-2*5Y 利差图



资料来源：Wind，华泰研究

图表33：2403 合约蝶式套利



资料来源：Wind，华泰研究

IRS 市场回顾

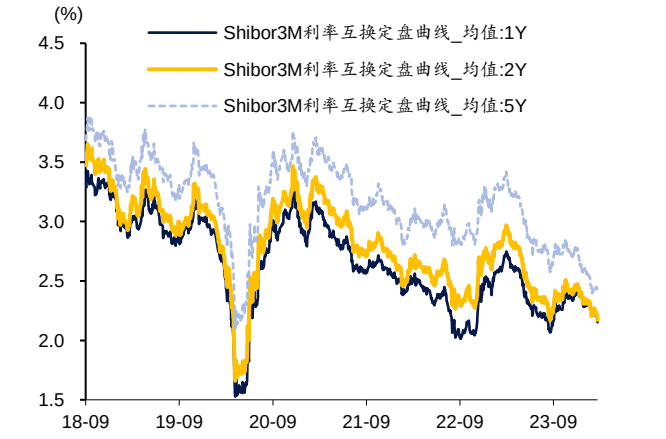
1 月 29 日-2 月 2 日，互换利率下行，互换品种间基差走势不一，不同期限期差收窄。FR007 1Y 互换利率下行 2bp，5Y 互换利率下行 6bp，Shibor 3M 1Y 互换利率下行 3bp，5Y 互换利率下行 5bp。1Y Shibor 3M/FR007 互换基差不变，5Y 互换基差走阔 1bp。Shibor 3M 1×5Y 期差收窄 3bp，FR007 1×5Y 收窄 4bp。

2 月 4 日-2 月 9 日，互换利率走势不一，互换品种间基差走势不一，不同期限期差走阔。FR007 1Y 互换利率下行 2bp，5Y 互换利率上行 1bp，Shibor 3M 1Y 互换利率下行 2bp，5Y 互换利率上行 2bp。1Y Shibor 3M/FR007 互换基差不变，5Y 互换基差走阔 1bp。Shibor 3M 1×5Y 期差走阔 4bp，FR007 1×5Y 期差走阔 3bp。

2 月 18 日-2 月 23 日，互换利率下行，互换品种间基差收窄，不同期限期差走势不一。FR007 1Y 互换利率下行 4bp，5Y 互换利率下行 7bp，Shibor 3M 1Y 互换利率下行 9bp，5Y 互换利率下行 8bp。1Y Shibor 3M/FR007 互换基差收窄 5bp，5Y 互换基差收窄 1bp。Shibor 3M 1×5Y 期差走阔 1bp，FR007 1×5Y 期差收窄 3bp。

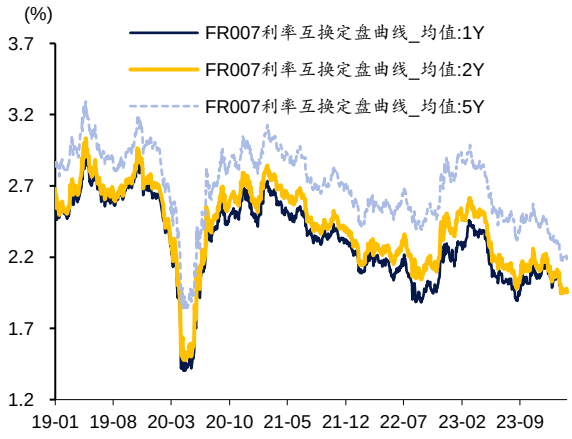
2 月 20 日，央行公布最新 5 年期 LPR 为 3.95%，较上月下调 25bp，1 年期 LPR 为 3.45%，与上月持平。

图表34： Shibor 3M 利率互换定盘曲线



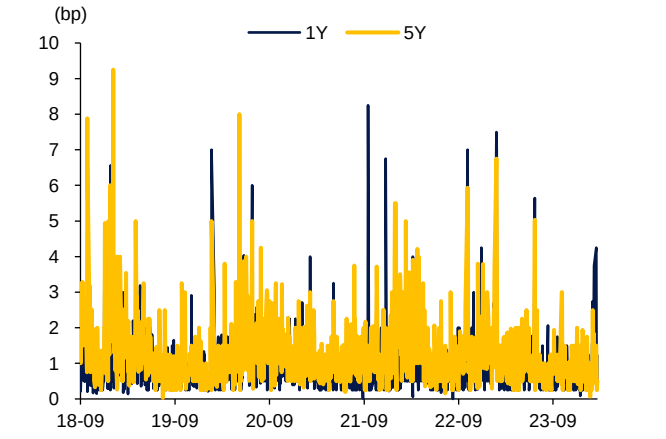
资料来源：Wind，华泰研究

图表35： FR007 利率互换定盘曲线



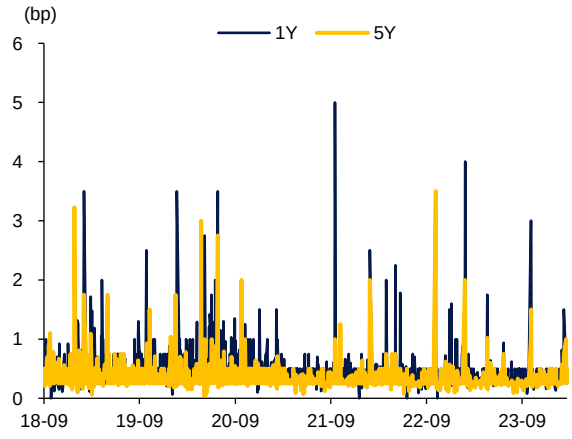
资料来源：Wind，华泰研究

图表36： Shibor 3M 买卖价差



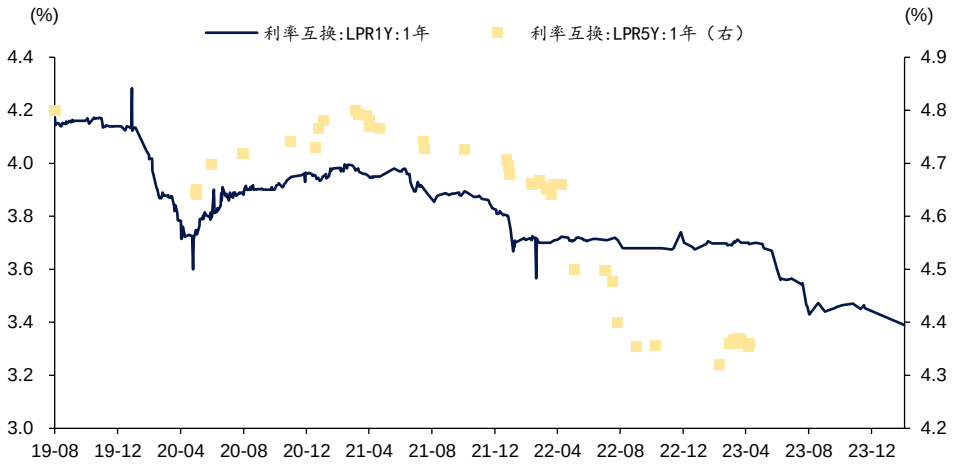
资料来源：Wind，华泰研究

图表37： FR007 买卖价差



资料来源：Wind，华泰研究

图表38：LPR 利率互换



资料来源：Wind，华泰研究

IRS 交易策略

方向策略：暂不推荐

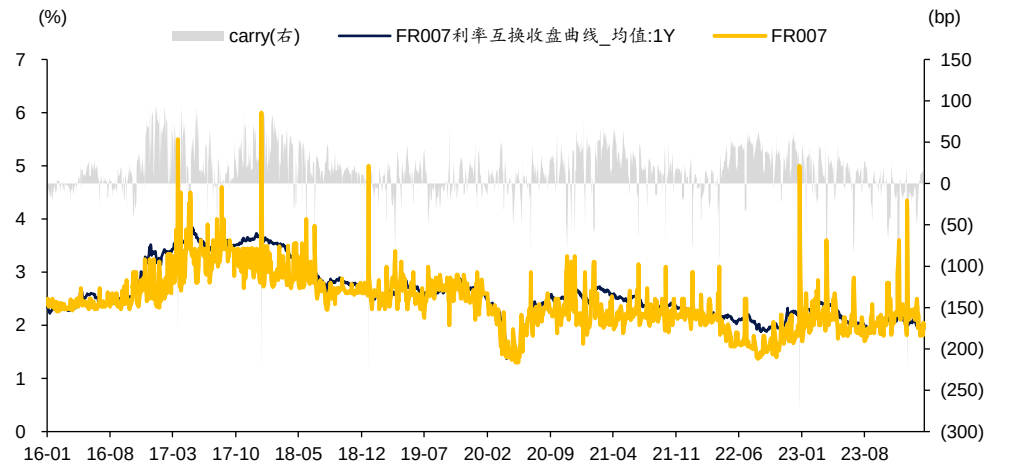
跨年后资金面均衡偏松，利率互换也窄幅波动，因此我们暂不推荐 IRS 方向策略。

跨年后资金面均衡偏松，但资金面依然存在分层。大行融出规模表现较好，截至上周五，大行逆回购余额为 5.1 万亿，较前一周上行 342 亿。回购成交量在 2.4-7.3 万亿之间，其中 R001 回购成交量均值为 55207 亿元，较前一周上升 22546 亿元。由于春节前降准资金释放+节后资金回流+缴税小月+政府债发行节奏偏慢，叠加财政资金进入支出阶段，跨年过后资金面有所转松。

宏观上，1 月金融数据继续实现“开门红”，但背后或来自于国债和 PSL 资金拨付、春节错位效应、政策引导、贷款利率下行趋势下银行“早投放早受益”等临时性因素，且 1 月信贷本就存在季节性冲量的特征。目前 PMI 和 CPI 数据显示经济内生需求仍待强化，价格趋势仍待逆转，融资持续性还需观察，且目前票据利率有所走高，一季度融资需求可能存在一定反复，信贷同比大幅多增或有一定难度。另外，政府债发行压力暂时来看不大，季末通常是财政支出大月，从财政收支的角度看利好资金面。此外，3 月将迎来资本新规首次考核，且季末通常有 MPA 等考核，或影响银行融出意愿。最后，四季度货政报告提到“围绕政策利率上下波动”，预计货币政策不会大幅宽松。整体看，资金面整体偏中性，预计以均衡状态为主。如果降息落地，资金利率中枢或将继续下行。

此外，近一周 Repo 1Y 的 carry 在-10bp 内波动，空间较小，对多空双方均无助力。

图表39：Repo 1Y 的 carry 走势

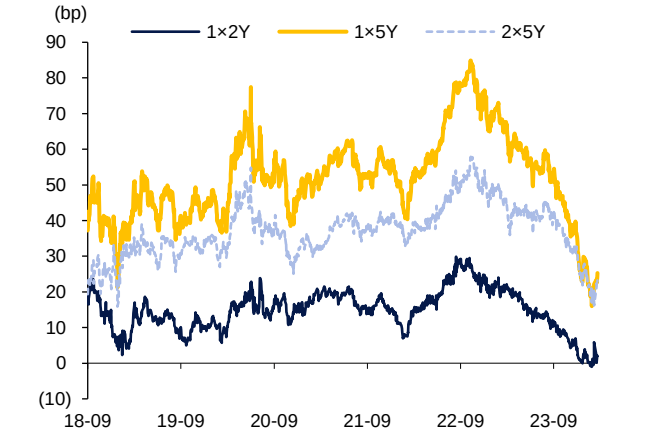


资料来源：Wind，华泰研究

期差策略：暂不推荐

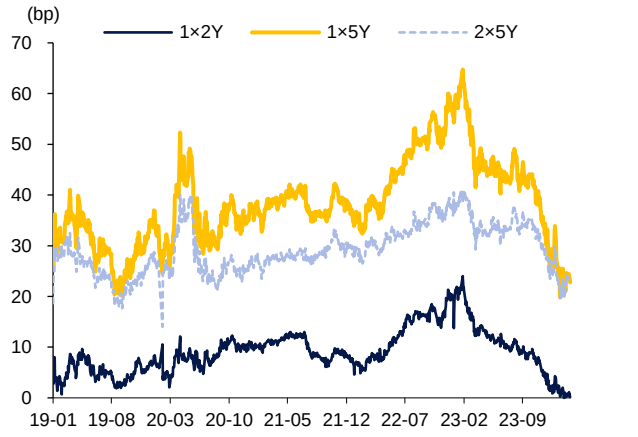
对于 IRS 而言，目前利率互换期差处于 2018 年以来低位，但 IRS 曲线变化不及现券、期货，且 IRS 平仓较难，因此暂不推荐。

图表40： Shibor 3M 利率互换定盘曲线期差



资料来源：Wind，华泰研究

图表41： FR007 利率互换定盘曲线期差

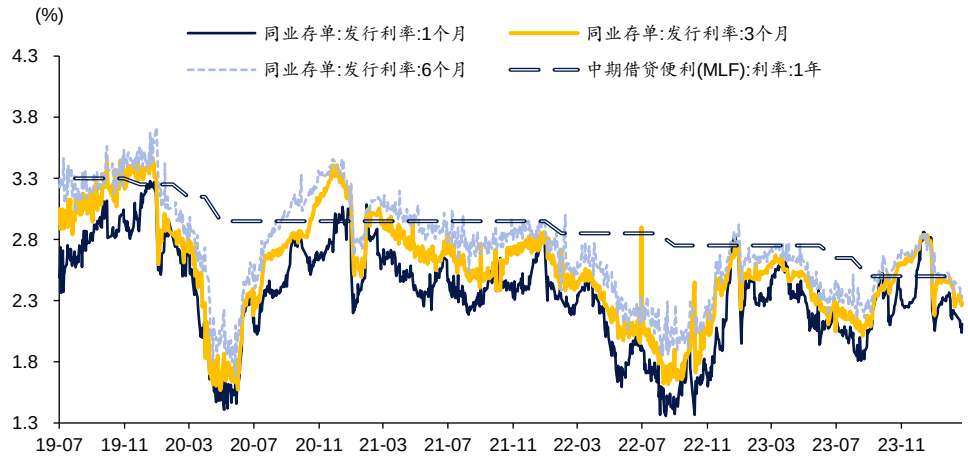


资料来源：Wind，华泰研究

基差策略：基差处低位区间，暂不推荐

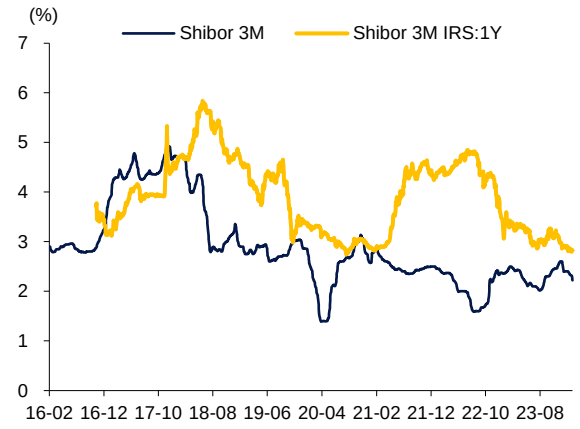
近期存单利率继续下行，目前低于 MLF 利率。上周存单合计到期 5229 亿，发行 11243 亿，净融资规模为 6014 亿，较前一周（-1401 亿）上行，本周存单单周到期规模在 5174 亿左右，到期压力较上周减小。由于存款利率下调后揽储难度加大等原因，同业存单发行力度不小，需求端短期或没有明显增强，因此同业存单利率进一步下行空间有限。不过货币政策基调中性偏宽松， NCD 利率预计继续在 MLF 之下波动。目前 1Y Shibor 3M/FR007 基差在 20bp 附近波动，依旧处于自 2014 年以来的历史低位区间，这样的绝对水平即使 NCD 下行也难再压缩较多空间。虽然后续 Shibor 3M/FR007 基差（Shibor 3M IRS 减去 Repo 的利差）小幅下行的概率较高（广谱利率若下调后 NCD 利率预计会跟随下行），但做空基差策略性价比不高，不如直接买 NCD 获取票息收益，因此我们暂不推荐基差策略。

图表42： 同业存单发行利率



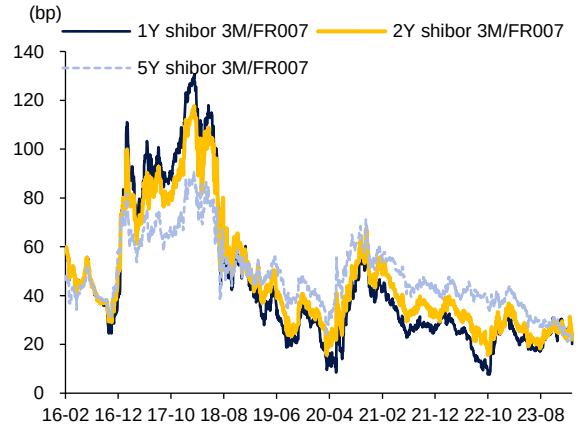
资料来源：Wind，华泰研究

图表43：Shibor 3M 与 1Y Shibor 3M IRS



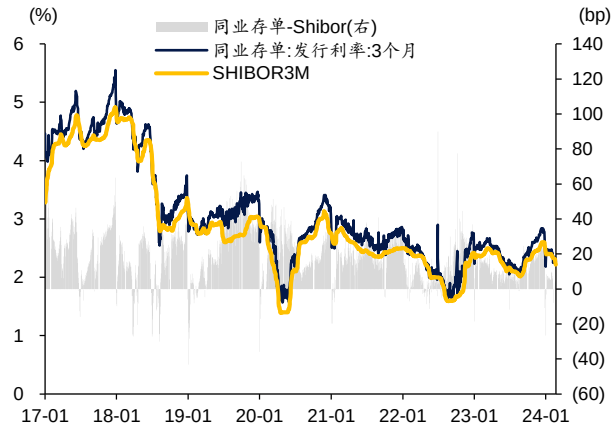
资料来源：Wind，华泰研究

图表44：Shibor 3M/FR007 基差走势



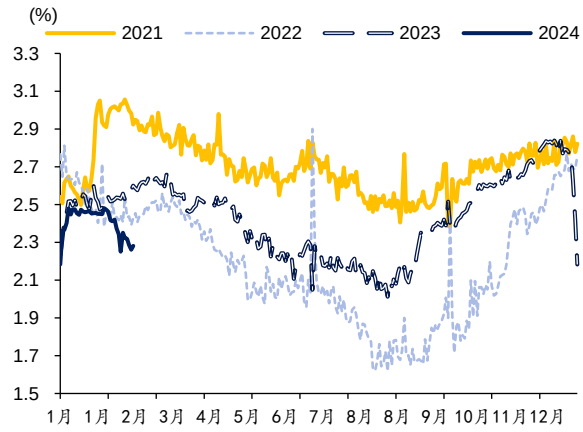
资料来源：Wind，华泰研究

图表45：同业存单发行利率与 Shibor



资料来源：Wind，华泰研究

图表46：3M 同业存单发行利率

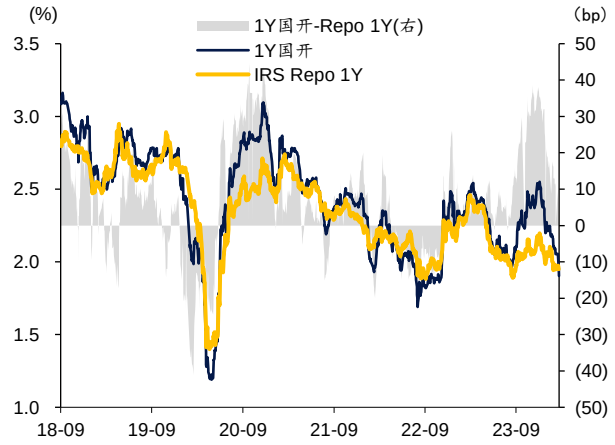


资料来源：Wind，华泰研究

养券回购：暂不推荐

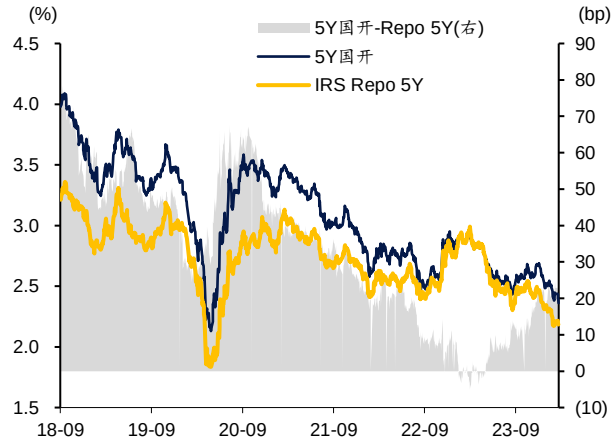
近日，1Y 国开债与 IRS Repo 的利差较前期有所下行，目前在 10bp 附近波动，由于空间较小，因此暂不推荐；5Y 的利差较前期波动不大，继续在 20bp 附近波动，5Y 的养券回购策略空间不佳，故也暂不推荐。

图表47：1Y 国开养券回购



注：IRS Repo 为利率互换 FR007
资料来源：Wind，华泰研究

图表48：5Y 国开养券回购



注：IRS Repo 为利率互换 FR007
资料来源：Wind，华泰研究

风险提示

1）地产链持续恢复：如果地产链恢复超预期，经济向上动力加强，债市收益率可能进一步上行。

2）监管政策超预期：如果监管政策超预期，可能影响机构行为，放大债市波动。

免责声明

分析师声明

本人，张继强、仇文竹、吴宇航，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师张继强、仇文竹、吴宇航本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J
香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2169-0770
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司