



浪静风未平

摘要

今年上半年，影响债市的主要因素包括基本面、资金松紧、以及利率发行节奏。资金变动对债市的影响更加直接明了，经济预期则是从根本上来影响政策预期和情绪。下半年供给端冲击下，资金面波动增加，市场博弈短期流动性的倾向可能与央行平稳流动性预期的有所冲突。而更深层次的矛盾则在于央行如何在经济走弱、通胀升温、债务问题和金融风险之间进行取舍。

基本面方面，投资有回落迹象，消费恢复缓慢，出口形势不容乐观。未来制造业将是拉动投资增长的主要动力，但外需逐渐回落的当下，制造业表现会更依赖内需。消费方面，收入恢复较慢是制约消费增长的根本原因，零星反弹的疫情也会影响居民消费意愿。通胀方面，三季度存在结构性通胀压力，但猪周期和经济周期的错位使得 CPI 保持低位，全面通胀概率较小，本轮通胀很难传导至货币政策，因此对债市的影响不会太大。供给方面，三季度利率债发行压力较大，密集发行期对于资金面的冲击不容忽视。同时，在政府债加速发行的前提下，叠加基数效应消退，社融回落速度有望缓和，紧信用局面或将转变。届时，“资产荒”情况将缓解，可能会导致配置力量大减。政策方面，美联储议息决议偏鹰，全球通胀预期回落，货币政策保持“以稳为主”、“以我为主”，跟随美联储收紧货币并无必要，但政策侧重控制宏观杠杆率和防范风险，放松货币概率极小。目前政策利率价格调整不太可能，更多的还是关注量的改变。

综合来看，在基本面增速放缓、通胀压力可控的当下，货币政策并无收紧意图，利率反弹的顶部相对确定。但美联储 taper 临近，人民币汇率存贬值风险，“紧信用”局面或接近尾声，叠加地方债发行明显提速，上半年推动小债牛的“欠配力量”大减，可能会导致债市上行乏力。目前来看，十债收益率 3.0% 的底部约束难破，震荡格局不改。

Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所

翟帅男 分析师

投资咨询编号：Z0013395

zaisuainan@nawaa.com

0571-87839252

高翔 分析师

投资咨询编号：Z0016413

gaoxiang@nawaa.com

0571-89727506

目录

摘要	1
一、行情总结和未来展望	3
1.1 2021 上半年行情回顾	3
1.1.1. 一月多空交错债市震荡	3
1.1.2. 春节前流动性乐观预期被扭转	3
1.1.3. 为什么国内债市不交易“再通胀”	3
1.1.4. 基本面增速放缓与流动性预期差	4
1.2 展望：多空交织，震荡不改	4
二、经济恢复速度放缓	5
2.1 投资整体不及预期	5
2.2 消费缓慢复苏	6
2.3 出口高位回落	7
2.4 通胀压力可控	8
三、货币政策回顾与展望	9
3.1 流动性与流动性预期的调整	9
3.2 货币政策展望	10
3.2.1 资金缺口之下，资金利率波动或将回升	11
3.2.2 M2-社融剪刀差会继续收窄吗	11
3.2.3 通胀和全球流动性变局	12
四、国债期货策略推荐	12
4.1 国债期货无趋势性机会	12
4.2 做多基差胜率更高	13
4.3 择机做平曲线	13
免责声明	15

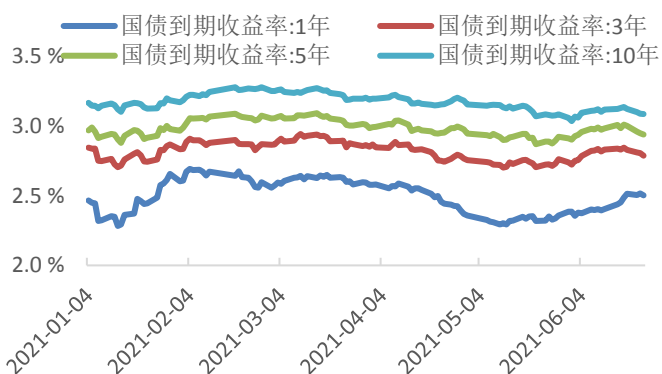
一、行情总结和未来展望

1.1 2021 上半年行情回顾

1.1.1. 一月多空交错债市震荡

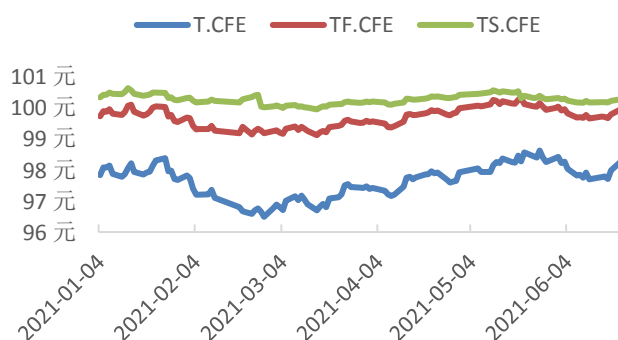
对于国内债市来说，基本面以及货币政策是当前分析框架之下无可争辩的两条主线，而当两条主线逻辑不够清晰，亦或是一时间无法证实或证伪时，其他消息面的信息对行情的影响就会更加明显，但这类信息对于市场的影响周期会更短，整体来看呈现出震荡的态势。今年一月就是如此，跨年时点时候，前期为缓和信用事件的冲击所释放的大量流动性逐步被回收，但资金利率常态化回归并不足以使人相信货币政策的转向会来的如此之早，实际流动性的方向与市场预期出现了一定偏差。另一方面，由于市场上资金依旧偏松，股市情绪大好之下，也对债市形成压制。但由于国内疫情区域性爆发，就地过年的呼声之下市场判断将对经济形成一定干扰。多空交错之下，一月利率整体在 3.1%-3.2% 之间震荡。

图 1.1 现券利率宽幅震荡



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.2 短端价格相对更加平稳



资料来源：Wind 资讯 南华研究

1.1.2. 春节前流动性乐观预期被扭转

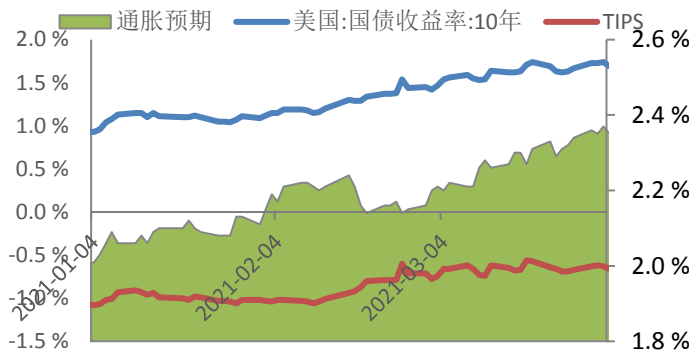
随着春节假期临近，资金缺口如何填补成为市场焦点，而由于春节附近并无经济数据公布时点，数据真空期资金面与货币政策自然而然的成为了市场主线。前文提到早在开年以来资金利率就已经开始回升，只不过回升幅度并不足以扭转市场一直以来的乐观预期。但随着春节时点临近，央行公开市场投放力度屡屡低于预期，而 7 天期质押回购利率在月底也一度升至 3.15% 附近，高于对应政策利率约 95bp，乐观的流动性预期开始收敛，也带动利率阶段性上行。自 1 月 25 日到 2 月 18 日，10 年期国债收益率上行 15bp。

1.1.3. 为什么国内债市不交易“再通胀”

自 1 月 6 日起，10 年期美国国债收益率在接下来的 51 个交易日内上行了 70 个 bp，同时其与 TIPS 利差所代表的通胀预期也是持续攀升。一时间“再通胀”交易成为全球

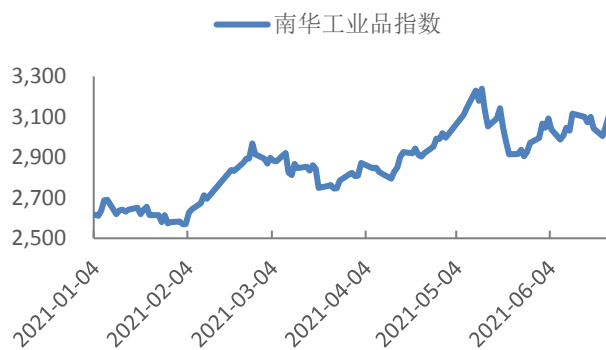
热点，具体表现为大宗商品价格上涨，美债收益率持续上行，高估值股票由于分母上升出现明显回调等。但国内债市却反应平平，仅仅是短期内受到一定冲击，但随后马上出现反弹，整体来看以震荡为主。一方面是由于春节后流动性水平较为充裕，央行又通过降低公开市场操作规模，连续的地量操作抚平资金面波动，市场情绪尚可。另一方面，中美利差仍处历史高位，美债收益率上行不影响国内债市对于外资的吸引力，且通胀具有结构性的特征，对货币政策制约有限。

图 1.3 通胀预期升温



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.4 大宗商品价格持续攀升



资料来源：Wind 资讯 南华研究

1.1.4. 基本面增速放缓与流动性预期差

三月下旬以来利率趋势性下行，经济修复速度放缓是主要背景：前瞻指标 PMI 指数的超预期下行加上出口增速的回落，而社零数据不及预期则指向终端需求似乎并没有市场想象的那么乐观。但经济数据并不是唯一的利多因素，利率债发行节奏滞后所导致的流动性预期差成为了最关键的边际变量。由于央行在公开市场保持“缄默”的态度，加上利率债供给不及预期，资金利率长时间在政策利率之下运行，让流动性环境处在“超预期宽松”之中。此外机构的配置需求也是利多占据主动的重要原因，同业存单发行利率持续低于 MLF 利率以及同期货币基金规模大幅增长可以很好地进行证明。而市场对于流动性预期的过度关注也使得央行发声“无需对流动性抱有过度担忧”，建议市场更多关注政策利率而非公开市场操作规模。因此市场对于货币政策判断的侧重有所减轻之后，经济预期在对未来行情的判断中是否会占据更重要的地位呢？

1.2 展望：多空交织，震荡不改

今年上半年，影响债市的主要因素包括基本面、资金松紧、以及利率发行节奏。资金变动对债市的影响更加直接明了，经济预期则是从根本上来影响政策预期和情绪。下半年供给端冲击下，资金面波动增加，市场博弈短期流动性的倾向可能与央行平稳流动性预期的有所冲突。而更深层次的矛盾则在于央行如何在经济走弱、通胀升温、债务问题和金融风险之间进行取舍。

基本面方面，投资有回落迹象，消费恢复缓慢，出口形势不容乐观。今年专项债发行节奏后移使得前几个月基建表现较弱，三季度有望反弹。房地产则依然受制于政策打压，不会有太强表现。目前制造业整体加速恢复，但外需逐渐回落的当下，制造

业表现会更依赖内需。消费方面，旅游餐饮等服务类消费迎来反弹，三季度芯片短缺问题有望改善，可能带来消费的加速修复。但收入恢复较慢是制约消费能力的根本原因，零星反弹的疫情也会影响居民消费意愿。整体基本面增速放缓已成定局，这决定了利率反弹的上限。通胀方面，三季度存在结构性通胀压力，PPI 涨价压力仍存，但猪周期和经济周期的错位使得 CPI 保持低位，全面通胀概率较小，本轮通胀很难传导至货币政策，因此对债市的影响不会太大。

供给方面，上半年新增地方专项债发行规模仅占全年额度的 29.25%。三季度利率债发行压力较大，密集发行期对于资金面的冲击不容忽视。同时，在政府债加速发行的前提下，叠加基数效应消退，社融回落速度有望缓和，紧信用局面或将转变。届时，“资产荒”情况将缓解，可能会导致配置力量大减。

政策方面，美联储议息决议偏鹰，全球通胀预期回落，货币政策保持“以稳为主”、“以我为主”，跟随美联储收紧货币并无必要，但政策侧重控制宏观杠杆率和防范风险，放松货币概率极小。目前政策利率价格调整不太可能，更多的还是关注量的改变。三季度地方债发行高峰央行会不会给予流动性支持是目前市场的主要分歧点。

综合来看，在基本面增速放缓、通胀压力可控的当下，货币政策并无收紧意图，利率反弹的顶部相对确定。但美联储 taper 临近，人民币汇率存贬值风险，“紧信用”局面或接近尾声，叠加地方债发行明显提速，上半年推动小债牛的“欠配力量”大减，可能会导致债市上行乏力。目前来看，十债收益率 3.0% 的底部约束难破，震荡格局不改。

风险提示：疫苗推进不及预期；经济数据超预期；政策超预期收紧。

二、经济恢复速度放缓

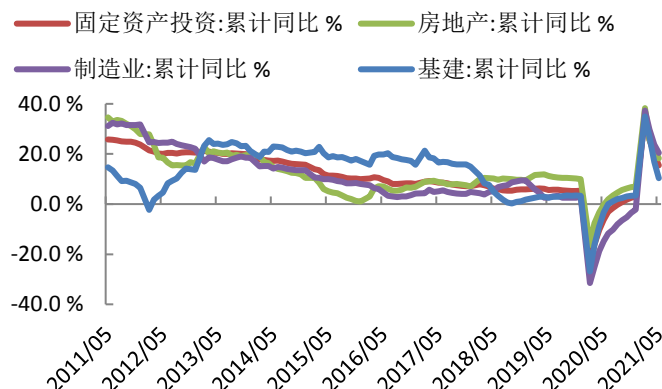
二季度经济数据整体回归常态，经济保持复苏，但修复速度明显放缓。投资消费均略不及预期，国内需求有所不足，消费作为新的经济增长点发挥的作用还不够。同时受海外供给逐渐恢复和前期人民币升值影响，出口明显回落。

2.1 投资整体不及预期

1-5 月固定资产投资两年平均增速为 3.99%，整体表现不及预期。其中，房地产投资两年平均增速为 8.6%，仍是三大行业最高，基建投资两年平均增速为 3.3%，恢复较为缓慢，制造业投资两年平均增速升至 1.28%，较前月上涨 1.02 个百分点，开始较快恢复。地产方面，新开工大幅下滑，两年平均增速转负收至-3.45%，土地购置面积和土地成交价款均转负，两年平均增速分别收至-7.8%和-7.73%，都预示着房地产投资的见顶回落。但从房地产销售和开发资金来源来看，目前房地产韧性仍在，预计房地产投资回落的速度不会太快。今年地方专项债发行节奏后置是基建增速放缓的主要原因，随着三季度专项债发行高峰来临，后续专项债资金逐步落地到具体项目，有望助力基建，但当前地方隐性债务管控趋严、逆周期托底力度减弱，基建恐难有亮眼表现。当前海外需求旺盛是制造业加快恢复的一大助力，但未来随着发达国家供给修复，海外带来的助力将逐渐消退，制造业增长将更加依赖内需。而就业和收入依然是

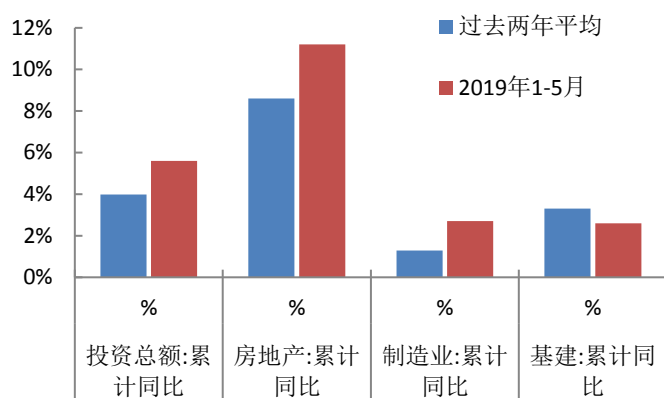
制约内需复苏的最大阻力。整体来看，经济继续保持复苏态势，但在逆周期支持政策逐渐退潮的当下，经济复苏步伐将逐渐放缓。

图 2.1 基建拖累投资



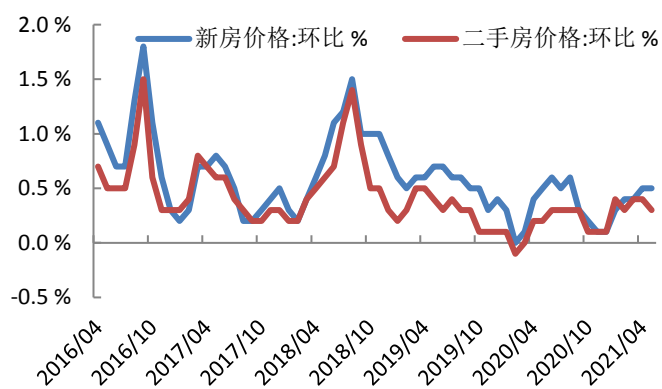
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.2 投资尚未恢复至疫情前水平



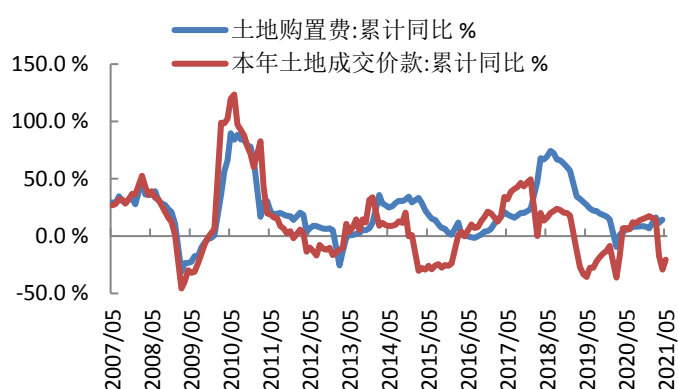
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.3 房价保持韧性



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.4 土地购置和成交价款大幅回落



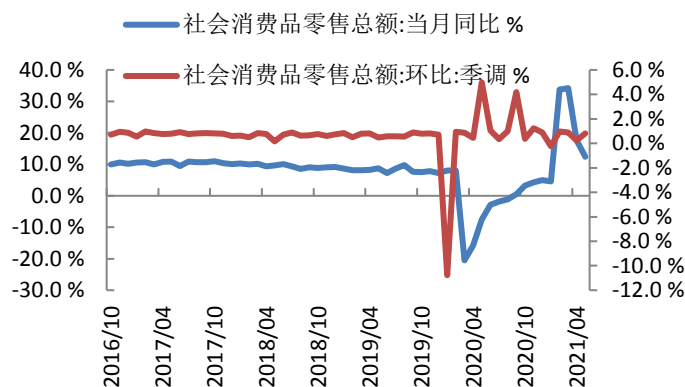
资料来源：Wind 资讯 南华研究

2.2 消费缓慢复苏

5 月社零当月同比增长 12.4%，两年平均增速为 4.52%，较 4 月增长 0.18 个百分点，增速有所回升，但较疫情前的同期增速仍有较大差距。5 月社零环比增长也恢复至 0.81%，基本达到疫情前水平，环比修复速度有所加快可能是五一小长假带来的。分行业来看，饮料、交通通讯、日用品、化妆品两年平均增速领先，但餐饮收入 5 月增速提升最快，1-5 月两年平均增速为 4.2%，较 1-4 月增长 1.2 个百分点。餐饮服务类目前成为消费新的增长点，但较疫情前同期的 7.1% 相比，餐饮收入上升空间仍大。另外，近期汽车芯片短缺导致汽车销售增速放缓，5 月汽车销售增速仅有 6.3%，未来若汽车缺芯问题缓解，对消费将有较大帮助。就业和收入方面，5 月我国城镇就业人数累计增长 24.8%，登记失业率降至 3.94%，一季度城镇居民可支配收入增长 12.2%，城镇居民消费支出增长 15.7%，一季度居民消费倾向占比仅为 57%。可见我国就业形势和居

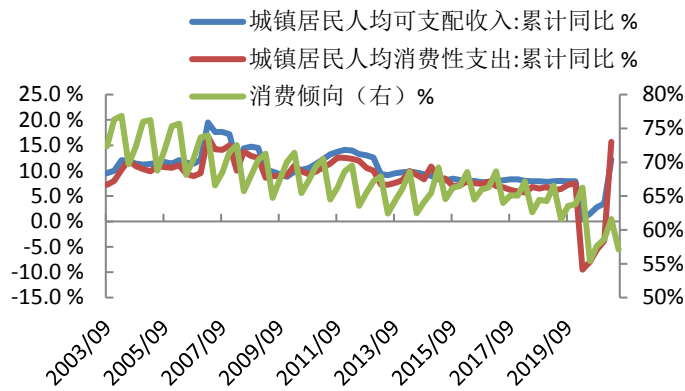
民收入均有一定改善，但居民收入明显低于 GDP 增速，疫情反复也使得居民消费倾向很低。后续随着疫苗接种率不断增加，和一系列促消费的政策出台，有利于提升居民的消费意愿。三季度消费有望取代投资成为经济新的增长点，但收入偏低仍是制约消费增长的长期因素，国内疫情的区域性反弹也会带来一定扰动。

图 2.5 消费恢复偏慢



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.6 消费意愿尚未恢复



资料来源：Wind 资讯 南华研究

2.3 出口高位回落

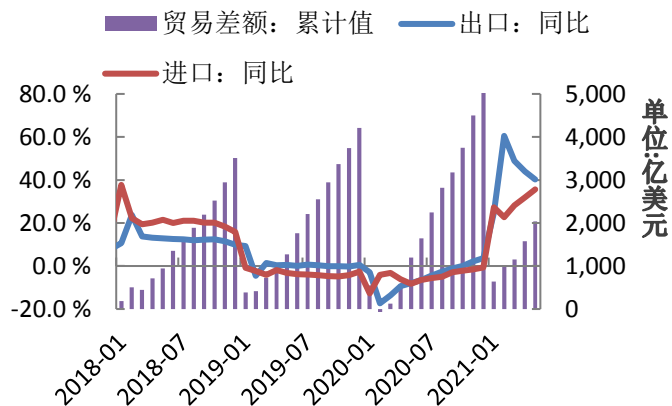
1-5 月我国出口累计达 12376 亿美元，增长 40.2%，进口 10341.5 亿美元，增长 35.6%。1-5 月出口同比增速继续回落，整体低于预期，进口同比则继续走升。出口数据下滑原因有三：一是基数效应，去年随着国内疫情影响逐渐消退，全年出口同比持续走升，低基数效应导致的高出口增速逐渐回归常态；二是海外主要经济体，尤其是欧美等发达国家经济体的疫苗接种率不断增加，对我国防疫物资的需求回落，加上供给加快修复，对我国出口有一定挤出效应；三是由于美元超发和欧洲疫情减弱，美元指数不断走低，人民币汇率升值，使得出口商品价格走升，进而抑制出口。

分国家来看，我国主要贸易伙伴美国、欧盟、东盟和日本出口增速均高位回落，美国仍是我国最大出口国，1-5 月出口金额达 2060.5 亿美元，占我国总出口额的 16.65%，1-5 月东南亚等国家出口金额达 1854.6 亿美元，占我国出口总额的 15.0%。美国和欧盟等发达国家占我国出口的比重在逐渐回落，而东盟新兴国家占我国出口比重不断走升，这主要是因为欧美疫苗接种率更高，疫情控制更早，疫情严重的国家相对对外需更强。

展望未来，疫苗接种进度不断推进，美国和欧洲有望较快达到全民免疫，随后中美欧等疫苗将逐渐向新兴国家转移，年底有望在全球范围内控制疫情，疫情对我国出口的拉动效应也将逐渐减弱。三季度疫情依然严重的发展中国家（如印度、巴西）预计将保持较高出口增速，但欧美这两大经济体的需求可能会更多转移至内部，对我国出口有一定影响。加上去年出口数据基数不断回升，未来出口下滑趋势难以改变。若美联储开始收紧货币政策，国内跟随概率不大，人民币存在贬值压力，届时汇率贬值可能会促进出口。进口则受大宗商品价格持续走升影响而保持高位，我国进出口贸易

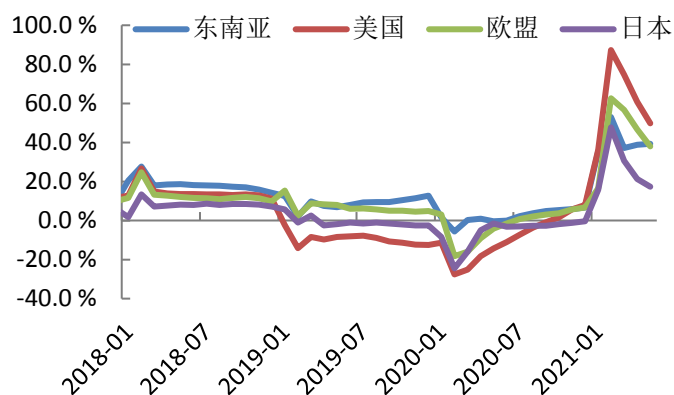
差额大概率逐渐回落。

图 2.7 出口不及预期



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.8 主要贸易伙伴出口明显回落



资料来源：Wind 资讯 南华研究

上半年投资、消费、出口全面弱于预期。原材料价格上涨、中下游企业利润受挤压，一定程度上影响制造业投资增长；居民收入恢复慢抑制消费能力、疫情的零星反弹打压消费欲望，导致消费恢复偏慢；欧美疫情缓解、供给恢复，加上基数效应影响，出口下滑趋势难改⁵⁵。三季度这些不利因素很难有根本改变，随着居民收入的回升和疫苗接种规模的增加，消费有望成为新的经济增长点，但投资出口拖累下，经济增速放缓概率很大。

2.4 通胀压力可控

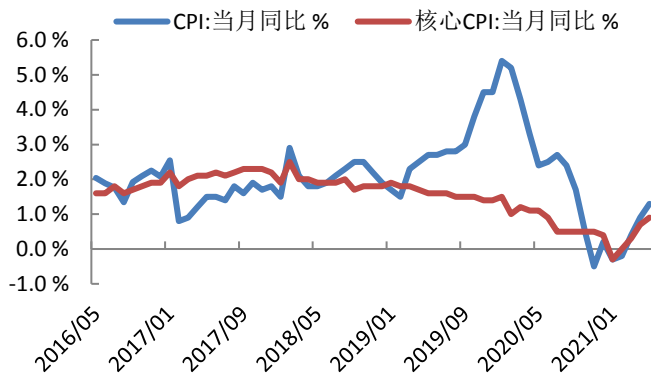
5 月 CPI 同比为 1.3%，核心 CPI 同比增长 0.9%，PPI 同比大升至 9%，PPI 和 CPI 剪刀差继续走升。CPI 涨幅较小，一方面是受继续回落的猪价压制，另一方面也反映了消费低迷导致的需求偏弱。其中，食品项继续拖累 CPI，猪肉价格 5 月下滑 23.8%，猪肉产能继续恢复，鲜果价格也有所下滑，都是受供给改善导致的价格回落。而蔬菜、水产品、蛋类、交通、旅游等方面表现强于季节性，主要是受农产品和工业品涨价影响。目前经济周期和猪周期的错位使得年内 CPI 压力较小，未来生猪产能仍在持续恢复，在猪价的拖累下，CPI 压力可控。

5 月 PPI 已经接近历史最高水平，但是并未超出年初预测的年内高点 10%。当前通胀主要是由于供给不足、欧美国家需求开始恢复、美元走弱三个因素。从根本上看，供需错配问题有望在全球疫情控制之后逐步改善，弱势美元则会在美联储货币政策退出之后开始改变。考虑到二季度是去年 PPI 的最低点，下半年 PPI 基数将逐渐回升，基数效应导致的 PPI 涨价压力将明显回落。目前来看，三季度可能是通胀高点，疫情稳定加美联储退出 QE 之后，PPI 有望逐渐回归正常水平。

当前海外经济走向复苏，需求加快修复也带来了工业品价格的走升，中上游价格上涨尤为突出。短期大宗商品涨价压力仍存，PPI 三季度将保持高位，CPI 和核心 CPI 方面保持低位，价格从 PPI 向 CPI 传导不顺畅，下游商品涨价能力不强，当前结构性通

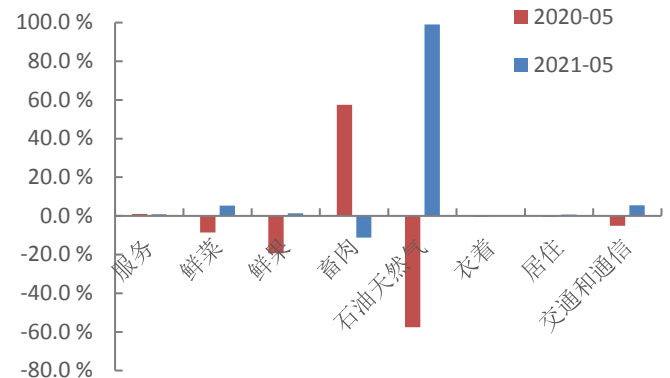
胀压力仍存。但海外通胀压力较大，仍需警惕输入型通胀，重点关注油价变动。6月美联储议息决议偏鹰，通胀预期回落，大宗商品价格也开始走低。总体来看，我国全面通胀的概率很小，第三季度的结构性通胀压力仍在，但这种短期的结构性的通胀，不会影响长期债市走势。

图 2.9 CPI、核心 CPI 均走低



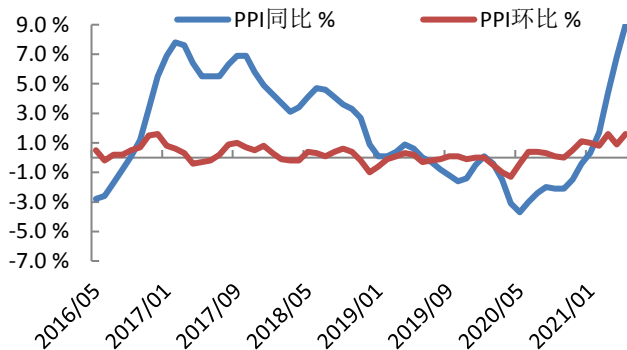
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.10 猪肉大跌拖累 CPI



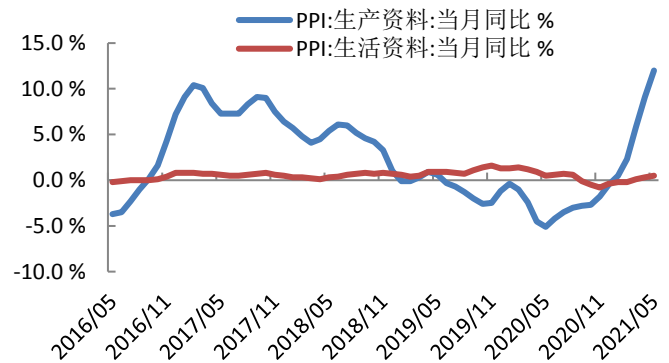
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.11 PPI 大幅走升



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.12 PPI 分项走势分化



资料来源：Wind 资讯 南华研究

三、货币政策回顾与展望

3.1 流动性与流动性预期的调整

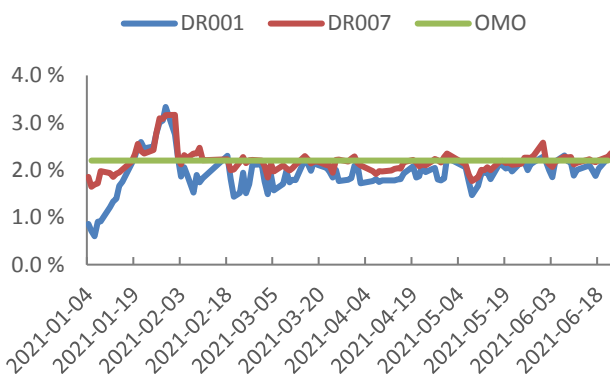
上半年以来狭义流动性的变化基本可以划分为两个阶段：首先是资金利率中枢的调整，接下来则是资金中枢稳定后对市场流动性预期的引导以及稳定。在去年末“永煤事件”之后，出于预防系统性风险的考虑，央行通过公开市场大量投放流动性，资金环境极度充裕，隔夜质押回购利率一度突破至 1% 以下。在进入 2021 年后，资金利率向常态化回归，且由于在春节前这个资金需求较大的时间窗口央行投放数量不及市场预期，导致资金利率在超过对应政策利率以后继续向上冲刺，隔夜端最高升至 3.3%。

春节过后，随着供需两端逐渐正常化，资金面向合理充裕的水平回归，而由于央行前期对于流动性的投放较为克制，因此也并没有出现超低水平的资金利率，自此一阶段“利率中枢调整”基本结束。

春节归来后，流动性依旧是市场关注的热点，但更多是预期上的博弈，资金利率的实际波动相当有限，因此我们认为第二阶段更多是对预期的调整而非针对流动性本身。具体来看，三月初全球通胀预期升温，美债收益率大幅攀升使得国内债市情绪也颇为紧张，担忧通胀来袭会使得货币政策加速收紧，十年期国债收益率高位震荡。而反观资金利率，3月上旬7天期银行间质押回购利率均值在2%左右，明显低于公开市场操作利率，情绪上的“紧”与实际宽松的资金面对比明显。后续利率债供给等也都是影响流动性预期，资金环境整体波动有限。

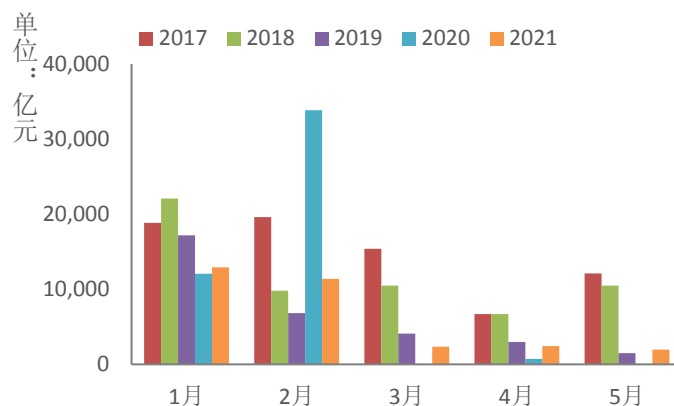
整体来看，上半年流动性呈现出以下特征：（1）资金利率在春节后波动明显收敛，整体保持平稳。具体来看，从以标准差视角来观测资金利率的波动情况，以春节为界限，节前银行间隔夜质押回购利率波动率0.74，节后为0.2，7天期（DR007）节前波动率0.43，节后降至0.12。此外从图中可以看到，整个上半年市场利率绝大部分时间内在政策利率下方运行，这在以往也并不常见。（2）公开市场持续小规模操作。自3月1日以来，央行公开市场逆回购基本维持在每天续作100亿的水平，对于到期MLF也基本上选择足量对冲。持续“地量”操作更多是维持公开市场操作的延续性，信号意义强于实际作用。截至5月底，今年公开市场投放总量31040亿元，为近五年最低值，加上资金需求也弱于预期，使得资金利率长期在低位平稳运行。

图 3.1 银行间融资成本



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.2 公开市场操作规模缩减



资料来源：Wind 资讯 南华研究

3.2 货币政策展望

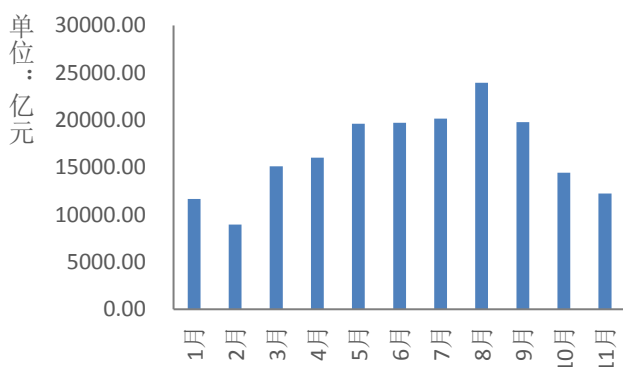
未来货币政策将继续保持中性，随着债券供给压力不断增加，或难像上半年一样长时间维持在政策利率下方，预计中枢小幅上移回归政策利率水平，短端利率围绕锚定政策利率双向波动。从基本面的角度来看，复苏方向不改但由于出口增速放缓且国内终端需求尚不够强，面临着后续增速可能放缓的问题。此外输入型通胀更多影响在PPI，向CPI特别是核心CPI传导效率并不高，基本面或难成为货币政策转向的理由。一季度货币政策执行报告对于货币政策提到：“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度…珍惜正

常的货币政策空间。”而近期陆家嘴论坛上央行领导再度提及“坚持实施正常的货币政策”。我们认为在基本面稳步复苏，通胀压力基本可控的大环境下，货币政策态度不会发生太大变化。但对于未来可能出现的变量，我们建议持续关注。

3.2.1 资金缺口之下，资金利率波动或将回升

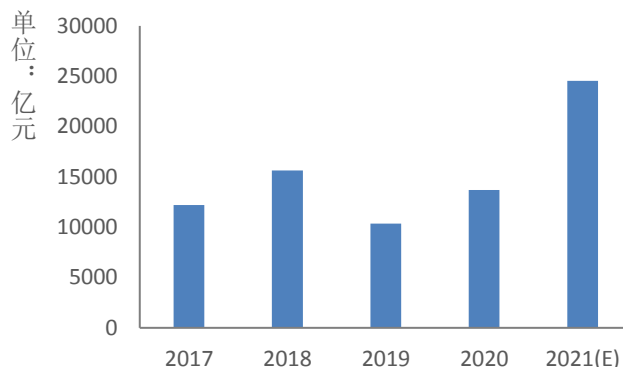
财政后置之下，下半年利率债集中发行或带来较大资金压力。上半年资金面得以保持平稳，除了公开市场持续“地量”操作以外保证了资金供给的平稳以外，也有利率债发行节奏较慢，资金需求不及预期的原因。截至 6 月 23 日，上半年利率债发行总量 90872.67 亿元，净融资额 32888.86 亿元，相比我们年初预测发行量近乎腰斩。而从专项债的角度来看，上半年合计新发行地方政府专项债 10143.15 亿元，占全年限额的 29.3%，如果根据以往每年十月前发行完毕的惯例来推算，则发行压力较大。因此财政部长刘昆在 6 月全国人大常务会议上表示，应当“适当放宽专项债发行时间限制，合理把握发行节奏”。而即便按发行到年底来测算，不论是月均值还是总的专项债发行量都为近五年的最高，且较 2018 年的次高值多出近 9000 亿。

图 3.3 利率债发行节奏预测



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.4 近 5 年下半年专项债发行量



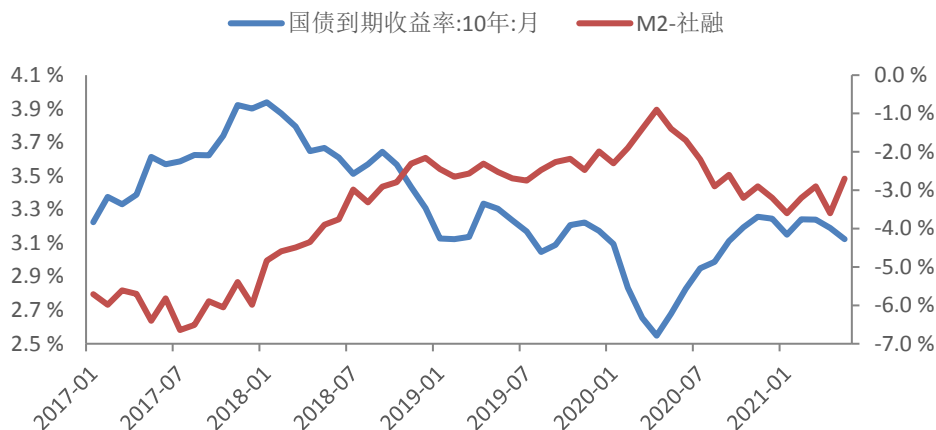
资料来源：Wind 资讯 南华研究

3.2.2 M2-社融剪刀差会继续收窄吗

从最新数据来看，5 月 M2 同比增长 8.3%，低于预期与前值，社融规模同比增速 11%，较前值回落 0.7 个百分点，M2-社融剪刀差进一步收窄。如果我们用 M2 代表货币供给，用社会融资规模来反映实体经济的融资需求，那么 M2 与社融增速差的变化则代表供需的相对变化情况。当 M2 与社融增速差增大，则指向货币供给相对更加宽松，反之则代表货币供给相对基本面有所收紧。稳货币、紧信用是上半年的主旋律，从社融分项来看，非标融资规模持续压缩、政府债券融资偏弱以及企业债券融资规模缩减社融增速放缓的主要原因。今年以来各省陆续出台房地产相关的调控政策，包括对银行提出房地产贷款集中度管理要求、从融资端对房地产企业进行限制等，因而非标融资规模持续缩减。而政府债券发行则主要受到发行节奏滞后的影响，此处不再赘述，随着下半年发行规模逐渐增加，或对社融起到支撑作用。整体来看，下半年货币政策仍将保持稳健中性，而随

着利率债发行提速以及实体活力的持续恢复，需求端或有所提振，届时供给相对偏强的形势或有所改变。

图 3.5 M2-信用增速差与利率走势具有高度相关性



资料来源：Wind，南华研究

3.2.3 通胀和全球流动性变局

如前文所述，通胀在供需错配以及基数效应之下来到了历史高点，但反观CPI方面，5月CPI同比增长1.3%，核心CPI 0.9%，均不及预期，PPI向CPI的传导效率并不高。而央行行长易纲近期发言中也曾提到“今年以来我国PPI增幅较高一定程度上与去年的低基数有关，可以用去年今年和明年连续三年的整体视角来观察PPI变化”以及“物价走势整体可控”，对于通胀的态度也是十分明显。此外，此次输入型通胀源头在于疫情之下供给无法满足需求，问题在于供给，而货币政策则更多解决需求端问题，因此通过收紧货币来解决通胀成效值得怀疑，甚至会对处于恢复过程中的经济造成打击，这是得不偿失的。

海外方面，6月17日美联储公布本次议息会议的相关内容，对于经济预期以及通胀的预测较之前更加上调，这也被市场视为偏鹰的信号。而对于国内债市来说，即便美联储三季度开始缩减国债购买规模，对国内货币政策的影响可能也相对有限。一方面自疫情以来，我国由于防控措施恰当，率先进入到复苏阶段，而货币政策的使用也相对更加克制，早在去年6月开始就已经逐步退出超常规的货币政策，因此不论是经济周期还是货币政策周期我国与美国都不同步，也并没有跟随的必要。此外由于中美十年期国债利差目前仍在150bp以上，即便美联储货币政策转向后美债利率上行，短时间内对国内的影响也相对有限，较高的利差提供了足够厚实的安全垫。

四、国债期货策略推荐

4.1 国债期货无趋势性机会

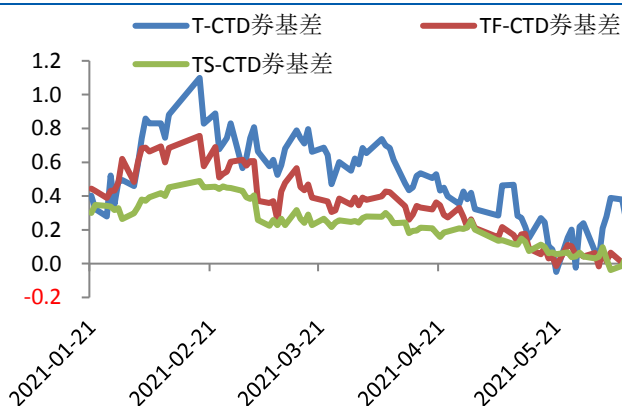
通常，国债期货与现券走势较为一致。三季度债券市场多空交织，债市缺乏趋势

性行情。一方面，经济增速放缓、通胀高位回落，是国债期货的一个重要支撑，未来调整空间有限。另一方面，美联储 taper 时点临近，人民币汇率贬值，国内货币政策不存在宽松可能，叠加三季度可预见的供给高发，债市上行动力不足。预计三季度国债期货将保持震荡格局，上下空间都不会太大，趋势性行情难觅。操作上建议期债高抛低吸，把握交易性机会。

4.2 做多基差胜率更高

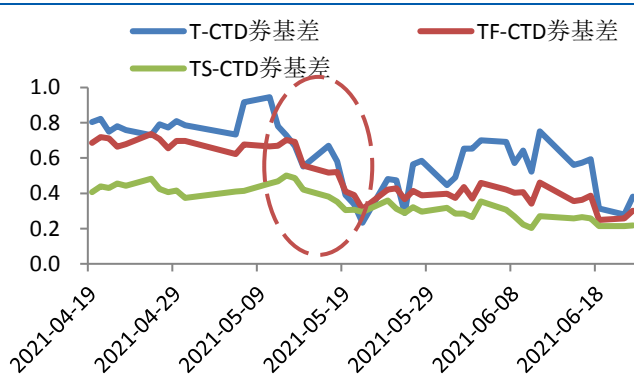
上半年 T2106 合约基差整体明显走低，2 月到 5 月中旬主力合约均为 2106 合约，5 月中旬至今主力合约均为 2109 合约，CTD 券一直是 200006。2106 合约为主力合约期间刚好是债市的一波小牛市，而投资者在期货端博反弹使得期货端更强于现货端，带动基差一路走低。5 月初开始移仓换月，主力合约转移至 09 合约，此时 09 合约基差整体较高，期货端 09 合约开始补涨，加上国常会喊话大宗商品涨价问题使得债市大涨，基差明显回落。其后基差水平整体偏低，未来继续做空基差收益有限。若后续资金面部分时点紧张或通胀压力升温开始影响债市行情，债市或面临阶段性回调压力，届时套保盘和期货投机做空者将共同推升基差。策略上，**做多基差胜率较高，建议做多 T 合约的 CTD 券基差。**

图 4.1 2106 合约基差整体走低



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 4.2 2109 合约基差换季时走低

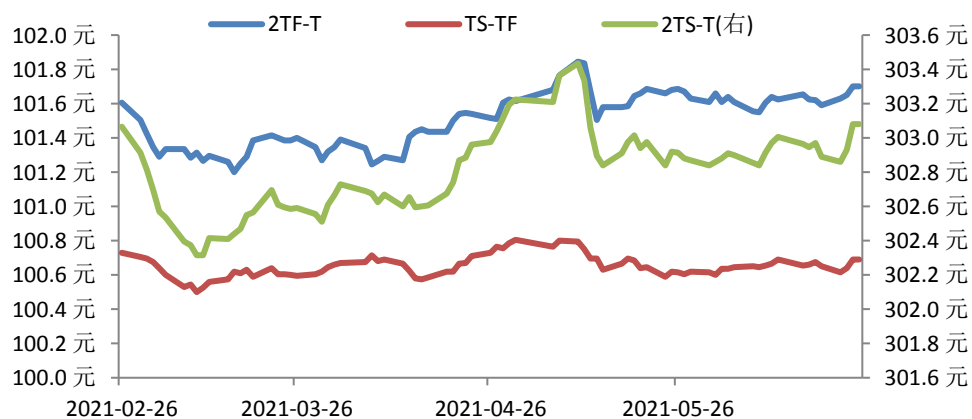


资料来源：南华研究

4.3 择机做平曲线

二季度债市走出了一波小的牛陡行情，国债 10Y-1Y 利差小幅回升，2TS-T 自 3 月的低点 302.3 元升至 5 月的 303.44 元，整体价差呈温和走升，但套利机会有限。上半年跨品种价差变动较小，主要是由于资金面和基本面并无明显背离，长短端整体均走升。而想要有大的套利机会需要长短端的影响因素出现背离，导致两端走势差异较大。但展望三季度，债市的主要影响因素可能是利率债供给加速使得市场资金面收敛，短端可能承压更大，影响长端债市的基本面和通胀，目前来看压力不会太大，加上近期长端债市调整更多，目前收益率曲线偏陡，预计后期存在做平收益率曲线机会，可以从资金面收敛局面导致的短端回调中获利。策略上，择机做平收益率曲线，推荐 T-2TS。

图 4.3 上半年跨品种价差变动不大



资料来源: Wind 资讯 南华研究

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点