



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

资金面持续偏紧

摘要

周内债市继续回调，整体与我们之前观点相吻合。经济数据明显不及预期，但央行并无放水迹象，过满的宽松预期得到修正，前期靠炒预期带来的反弹已经回吐大半。

经济数据过差是受短期因素冲击，但长期形势也不甚乐观。投资数据下滑主要是受基建和地产投资拖累，制造业投资表现尚可。后续基建将逐渐发力，但在地产监管持续趋严的大背景下，制造业和基建究竟能拉动投资到什么地步还不好说。随着疫情的稳步控制，居民消费倾向会逐渐修复。同时，房贷对于居民消费的挤出效应也将逐渐减弱。但收入增长缓慢成为制约居民消费的最根本原因，预计后续消费将逐渐恢复，但在收入制约下很难取得较快增长。

货币政策量宽价稳。宽松预期基本被证伪，这也是9月以来债市回调的主要原因。央行近期的目标是降低中小企业融资成本、助力宽信用格局的形成，这更多的是解决结构化的发展不均衡的问题，预计更倾向于动用再贷款再贴现以及定向降准等工具。因此，我们预计货币政策宽松以结构性宽松为主，以数量为主，数量上合理充裕，价格保持稳定。总的来说，货币政策稳健态度不变，宽松有，但是幅度不会太大。

短期来看，债市调整尚未到位，目前的潜在利空是供给加速、理财整改以及宽信用发酵，若利空被证实，则大幅调整将至。虽然宽信用能否起来尚且存疑，但做空胜率更高。策略上，短期空单持有。

● 套利策略回顾和推荐

	上周策略回顾	本周策略推荐
基差策略	做多 T2112 合约基差周亏损 0.05 元。	保持做多 T2112 合约基差 200006。
跨品种策略	做平曲线 (T-2TF) 周盈利 0.3 元，蝶式套利 (T+2TS-4TF) 盈利 0.58 元。	保持做平曲线策略 (T-2TF)，可尝试蝶式套利 (T+2TS-4TF)

南华期货研究所

翟帅男 分析师

投资咨询从业资格：Z0013395

zaisuainan@nawaa.com

0571-87839252

目录

摘要.....	1
目录.....	2
表目录.....	3
第 1 章 行情回顾与展望.....	4
1.1 本周债市行情回顾.....	4
1.2 行情展望.....	4
第 2 章 热点解读.....	6
2.1 生产弱于预期.....	6
2.2 投资不及预期.....	6
固定资产投资整体继续下行.....	6
房地产投资继续下滑.....	7
制造业投资符合预期.....	8
基建助力可能有限.....	9
2.3 消费遭重挫.....	9
第 3 章 货币与资金.....	10
3.1 供给开始提速.....	10
3.2 货币政策按兵不动.....	11
3.3 资金面继续收敛.....	12
第 4 章 策略建议.....	13
4.1 基差继续走升.....	13
4.2 保持做平曲线策略.....	14
免责声明.....	17

表目录

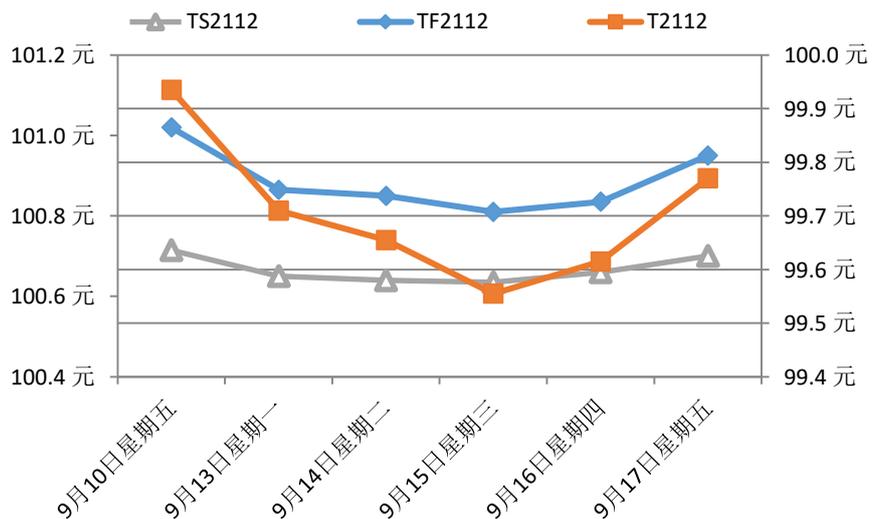
图 1.1 国债期货整体回落.....	4
图 1.2 流动性有所收敛，但流动性预期并不悲观.....	5
图 2.1 工业增加值分项表现（%）.....	6
图 2.2 投资整体偏弱.....	7
图 2.3 房地产销售与新开工、施工.....	8
图 2.4 PMI 新订单回落预示需求下行.....	8
图 2.5 企业盈利景气指数向好.....	9
图 2.6 疫情汛期导致餐饮收入大幅下行.....	10
图 2.7 居民消费意愿将逐渐修复.....	10
图 3.1 利率债供给提速.....	11
图 3.2 DR007 中枢有所抬升.....	11
图 3.3 资金利率小幅走升.....	12
图 4.1 T2112 合约活跃券基差.....	13
图 4.2 TF2112 合约活跃券基差.....	14
图 4.3 2TF-T 处于历史 81%分位.....	14
图 4.4 存在蝶式套利机会.....	15
表格 1 过去一周基差变动回顾（12 合约）.....	13
表格 2：上周数据统计.....	16

第1章 行情回顾与展望

1.1 本周债市行情回顾

周内公布的投资消费数据大幅不及预期，上周五的社融也是非常的差，但是债市并未反映这些利多，反而走出了利多出尽的行情。究其根本，还是上月炒降准降息过度消耗了多头的有生力量，本月随着攻击加速、资金面明显收紧，央行也保持十足的定力，并未对经济数据发表任何偏鸽的讲话，周三到期的 MLF 并未超额续作，也进一步证伪了宽松预期。周内市场情绪仍旧转空，不过后半周在弱势经济数据发酵带动下，国债期货小幅反弹。截至周五，T2112 收为 99.785，较上周五回落 0.15%，十债活跃券 210009 收益率上行至 2.875%，周上行 1.0BP。

图 1.1 国债期货整体回落



资料来源：Wind 资讯 南华研究

1.2 行情展望

周内债市继续回调，整体与我们之前观点相吻合。经济数据明显不及预期，但央行并无放水迹象，过满的宽松预期得到修正，前期靠炒预期带来的反弹已经回吐大半。短期如此差的数据都不能拉升债市，说明情绪已经被空头主导，在资金面缓解之前，调整大概率继续。

经济数据过差是受短期因素冲击，但长期形势也不甚乐观。投资数据下滑主要是受基建和地产投资拖累，制造业投资表现尚可。由于今年财政后置，截至目前来看基建的表现都是投资的拖累因素，后续基建投资预计会见底回升，但我国基建整体是托而不举，历来宽信用也很少有仅靠基建就能拉起来的（09 年的 4 万亿除外）。由于房地产严监管预计会持续较长时间，后续将逐渐转为投资的拖累因素，地产上下游链条非常之广，对于经济的影响也是巨大的。在地产监管持续趋严的大背景下，制造业和基建究竟能拉动投资到什么

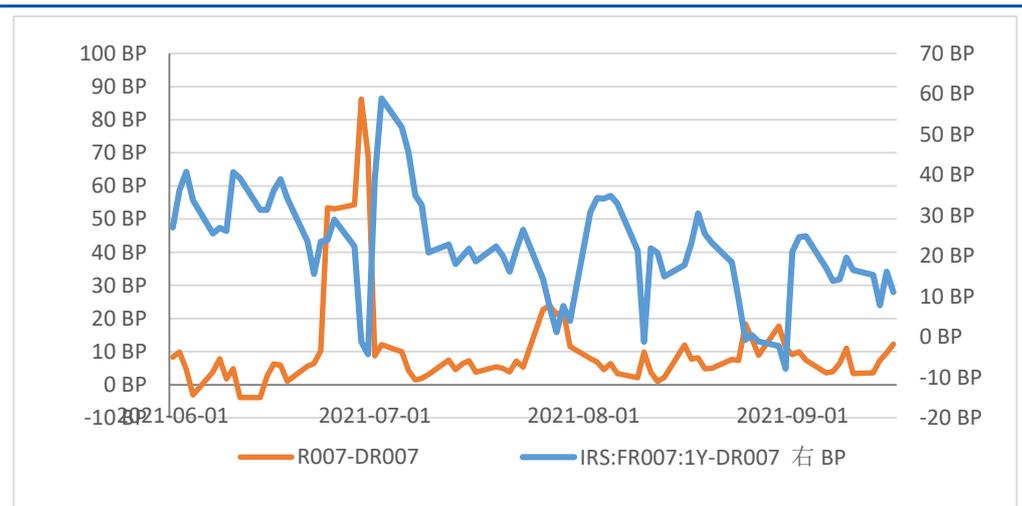
地步还不好说。随着疫情的稳步控制，居民消费倾向会逐渐修复。在控房价方面，我国也已经取得了明显成效，房贷对于居民消费的挤出效应也将逐渐减弱。但收入增长缓慢成为制约居民消费的最根本原因，提高居民收入是一个更加漫长的过程，难度很大，见效也很慢。预计后续消费将逐渐恢复，但在收入制约下很难取得较快增长。

货币政策量宽价稳。周内 MLF 到期 6000 亿，央行选择等额续作，也使得市场的宽松期待再度落空。面对大幅下滑的经济数据，央行仍保持十足的定力，目前央行态度边际上有所收紧，降息降准的概率已经很小，宽松预期基本被证伪，这也是 9 月以来债市回调的主要原因。央行近期的目标是降低中小企业融资成本、助力宽信用格局的形成，这更多的是解决结构化的发展不均衡的问题。因此可能会更倾向于动用再贷款再贴现以及定向降准等工具有针对性的解决结构性经济问题。因此，**我们预计货币政策宽松以结构性宽松为主，以数量为主，数量上合理充裕，价格保持稳定。总的来说，货币政策稳健态度不变，宽松有，但是幅度不会太大。**

从一些“快变量”指标来看，目前国开-国债利差收窄至 30BP，处于过去五年的 2%分位水平，说明市场交易情绪存在过热风险，需警惕。而从流动性水平指标来看，R007-DR007 利差周内走升，FR007-DR007 利差回落，流动性有所收敛，但流动性预期并不悲观。目前交易情绪指标和流动性指标相对偏空。

短期来看，债市调整尚未到位，目前的潜在利空是供给加速、理财整改以及宽信用发酵，若利空被证实，则大幅调整将至。虽然宽信用能否起来尚且存疑，但做空胜率更高。策略上，短期空单持有。

图 1.2 流动性有所收敛，但流动性预期并不悲观



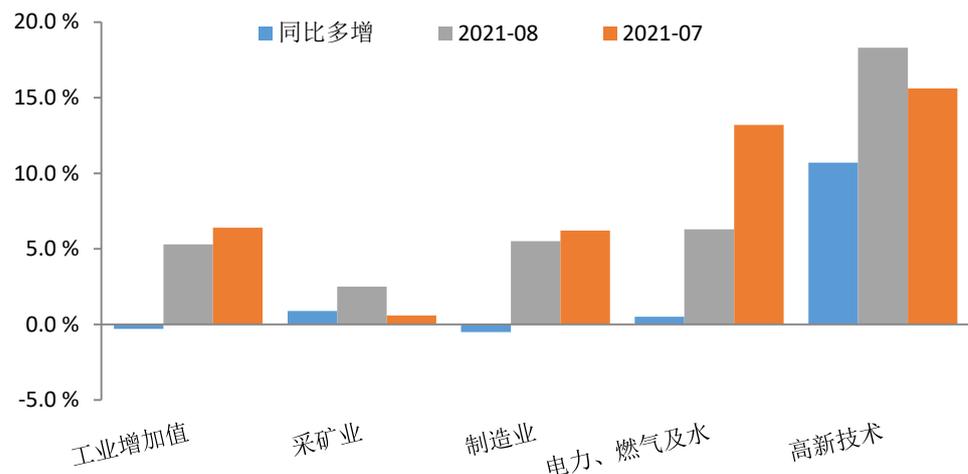
资料来源：Wind 资讯 南华研究

第2章 热点解读

2.1 生产弱于预期

8月工业增加值同比增长5.3%，累计同比13.1%，两年平均增长6.56%，前值6.74%。相应的8月制造业PMI也环比-0.3pct，而社融分项中的企业中长贷继续明显回落，也说明企业融资扩张意愿不强。代表企业资金活化度指标M1-M2，8月环比下降0.6pct；衡量信用需求与资金供给相对水平的社融-M2指标，8月环比继续下降0.3pct，这都说明目前企业投资和扩大再生产意愿不强。企业对未来预期偏悲观，而不愿意进行融资扩张。目前供给端主要是受需求疲软影响而无法继续坚挺，内需不振、外需难持续是未来经济复苏的主要问题。新订单的持续大幅回落跌至荣枯线下方，这其中有受疫情汛情的短期冲击影响，但长期周期有些步入滞涨局面可能是主要原因。目前仍处于紧信用时期，社融增速自去年10月开始回落，由13.7%降至今年8月的10.3%，信用的持续收紧逐渐传导至经济需求端，目前经济需求持续疲软叠加PPI持续高涨，企业盈利受到严重挤压，新订单持续回落之后，企业也有意主动降库存。但也有亮点，高新技术产业工业增加值大幅高增，8月高新技术增长18.3%，同比多增10.7pct，后续高新技术产业相关行业仍值得期待。

图 2.1 工业增加值分项表现 (%)



资料来源：Wind 资讯 南华研究

2.2 投资不及预期

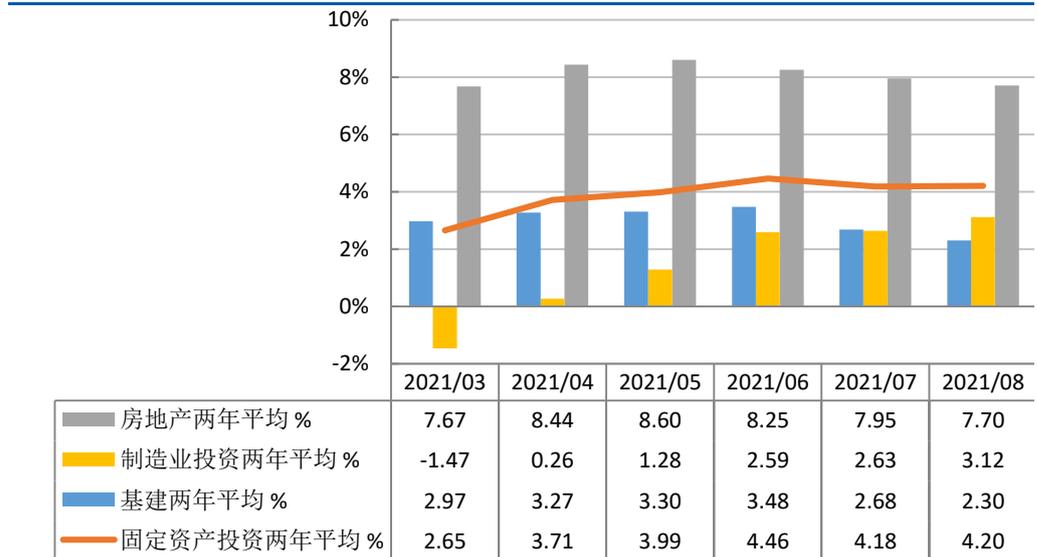
固定资产投资整体继续下行

1-8月固定资产投资累计增长8.9%，预期9.1%，两年平均增长4.2%，前值4.2%，当月同比-0.5%，这是疫情后首次转负，前值7.0%，投资表现整体不及预期。

投资数据下滑主要是受基建和地产投资拖累，制造业投资表现尚可。由于今年财政后置，截至目前来看基建的表现都是投资的拖累因素，现在地方专项债发行已经开始提速，

且最迟会在今年底落地到项目中，形成实物工作量。届时，基建投资预计会见底回升，但我国基建整体是托而不举，历来宽信用也很少有仅靠基建就能拉起来的（09 年的 4 万亿除外）。由于房地产监管预计会持续较长时间，后续将逐渐转为投资的拖累因素，地产上下游链条非常之广，对于经济的影响也是巨大的。在地产监管持续趋严的大背景下，制造业和基建究竟能拉动投资到什么地步还不好说。

图 2.2 投资整体偏弱

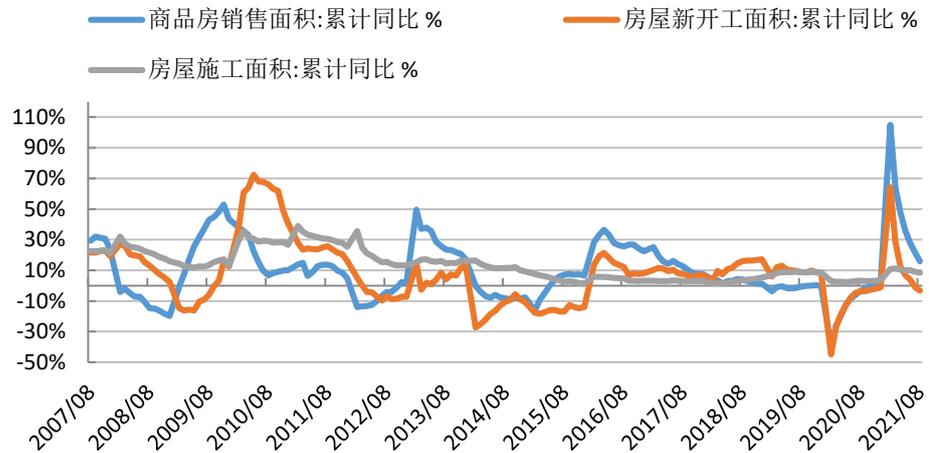


资料来源：Wind 资讯 南华研究

房地产投资继续下滑

8 月地产投资累计增长 10.9%，前值 12.7%；两年平均增长 7.7%，前值 8.0%；当月同比 1.4%，前值 5.9%。地产投资明显下滑，表现不及预期。首先从拿地来看，8 月土地成交面积和成交价款分别增长-10.2%和-6.2%，土地成交自年初开始持续为负，通常土地成交价款领先土地购置费半年，预计土地购置费也会很快转负。而拿地之后就是新开工，新开工增速也已经连续六个月下滑，且连续两月为负。目前施工增速尚且坚挺，但随着新开工的持续下滑和项目的竣工，施工增速明显下滑也是必然的。同时，房屋销售也持续回落，虽然目前增速仍高，但主要也是受益于去年的低基数，在当前“房住不炒”的大环境下，房屋增量需求有限。后续销售也会继续影响房地产资金来源，叠加当前房企发债受限，房企扩张资金也会明显受挫。预计房地产投资下滑趋势将延续，也会从上下游产业链条上进一步影响投资，这可能是未来一两年投资的主要拖累项。

图 2.3 房地产销售与新开工、施工

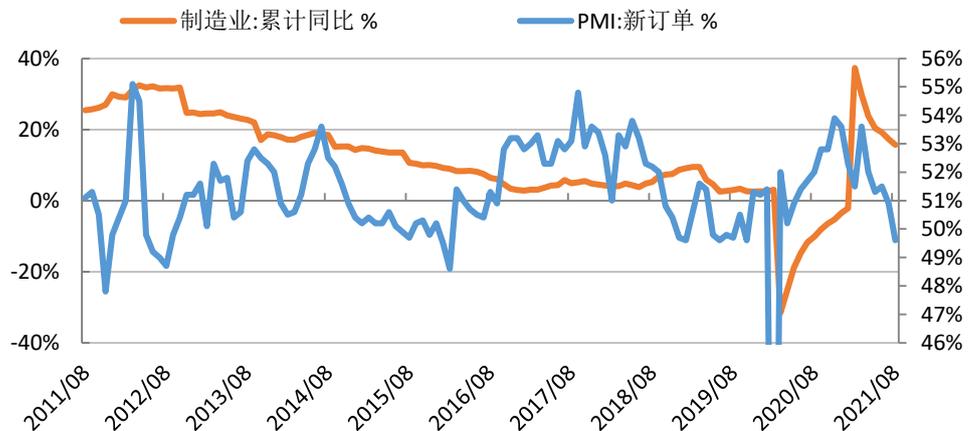


资料来源：Wind 资讯 南华研究

制造业投资符合预期

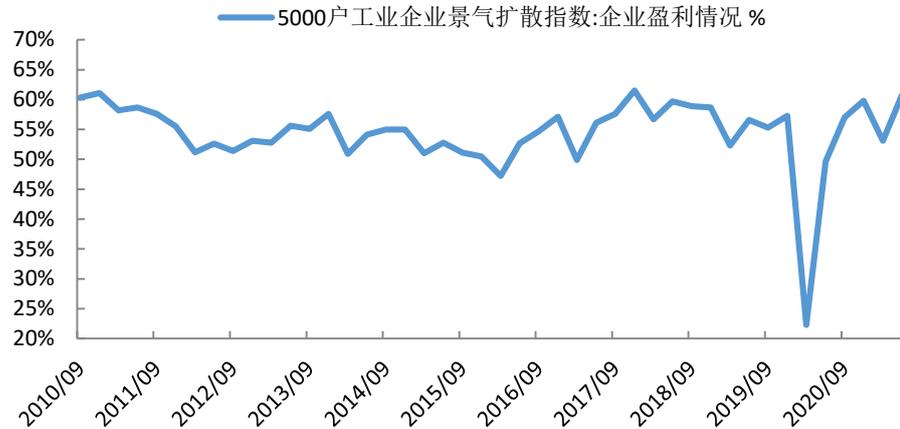
8 月制造业投资累计增长 15.7%，前值 17.3%；两年平均增长 3.1%，前值 2.6%；当月同比 9.2%，前值 17.0%。制造业投资小幅下滑，表现符合预期。预测制造业投资，要从企业投资意愿和企业投资能力两方面入手。目前体现投资意愿的领先指标 PMI 新订单指数持续回落，已经降至荣枯线以下；库存方面，上月的产成品存货增速在上升，而企业利润增速小幅回落，叠加新订单持续下滑，后续企业存在主动降库存需求。企业投资能力方面，则主要是受企业盈利状况和企业融资难度两方面，目前监管层有意引导企业实际融资利率下行，帮助企业改善融资环境，而企业惊奇扩散指数也在回升，说明企业投资能力不是制约制造业回升的主要因素。后续如果需求可以好转，则制造业会有较大幅度提升。

图 2.4 PMI 新订单回落预示需求下行



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.5 企业盈利景气指数向好



资料来源: Wind 资讯 南华研究

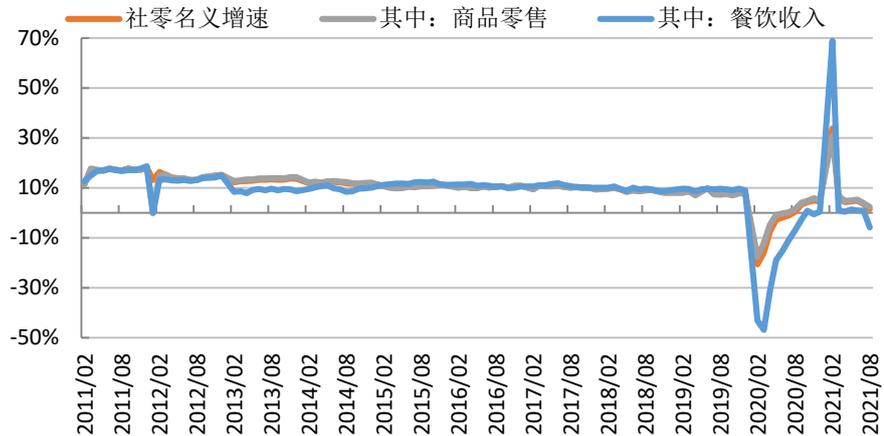
基建助力可能有限

我国基建通常是做为一种逆周期调节工具，其作用是对冲经济大幅下行压力，目标也通常是“托而不举”。由于今年财政后置，截至目前来看基建的表现都是投资的拖累因素，现在地方专项债发行已经开始提速，且最迟会在今年底落地到项目中，形成实物工作量。届时，基建投资预计会见底回升。但基建发力会受制于赤字率和财政限额，通常每年的额度都是限制较死的，它的实际投放力度是有限的。历来宽信用也很少有仅靠基建就能拉起来的（09 年的 4 万亿除外），预计后续基建投资最多回升至 18 年初的水平。

2.3 消费遭重挫

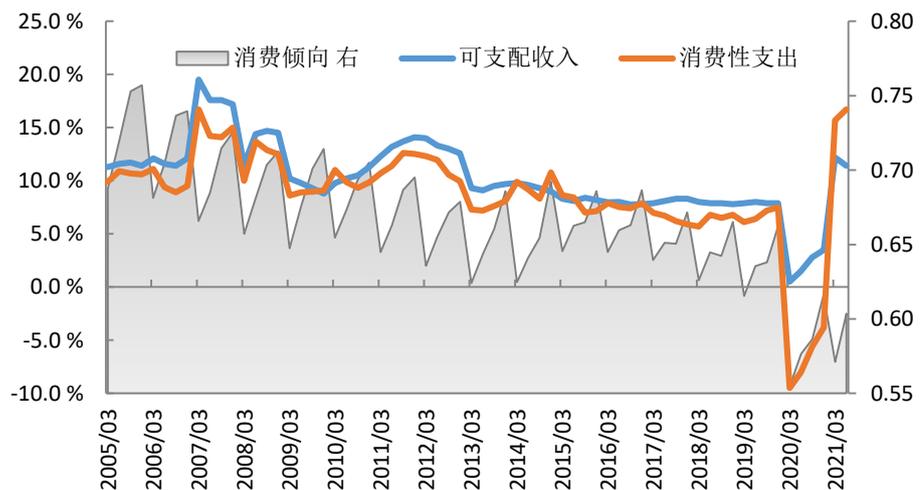
8 月社零当月同比巨幅下跳至 2.5%，环比-6.0pct，两年平均增长 3.9%，前值 4.3%，社零大幅跳水主要还是受疫情和汛期等短期影响所致。其中，商品零售增长 2.4%，餐饮收入增长-5.76%，可见受疫情汛期影响，居民外出就餐娱乐等活动大幅下滑，居家防护成为主流，这更多是短期影响。但预测消费主要是从居民消费意愿和消费能力两方面出发，目前居民可支配收入增速明显低于名义 GDP 增速，收入增长缓慢成为制约居民消费的最根本原因，国家已经开始着手解决严重制约居民消费能力的几大因素，包括稳就业、提收入、稳物价、控房价等多方面。目前我国城镇就业人数两年平均增速为-0.85%，较前值略有回升，但仍处于负值区间，就业压力仍大。同时，提高居民收入是一个更加漫长的过程，难度很大，见效也很慢。不过从控房价方面，我国已经取得了明显成效，房贷对于居民消费的挤出效应也将逐渐减弱。另外，从居民消费意愿来看，随着疫情的稳步控制，居民消费倾向会逐渐修复。预计后续消费将逐渐恢复，但在收入制约下很难取得较快增长。

图 2.6 疫情汛期导致餐饮收入大幅下行



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.7 居民消费意愿将逐渐修复



资料来源：Wind 资讯 南华研究

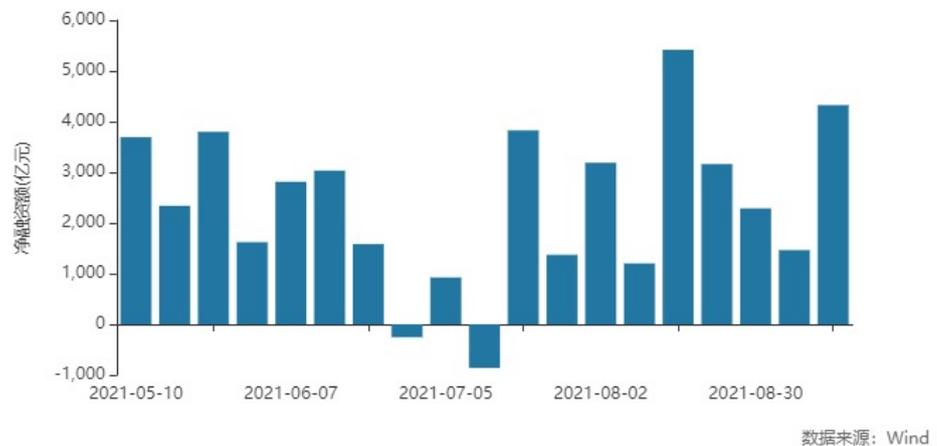
第3章 货币与资金

3.1 供给开始提速

从7月底政治局会议到上半年财政政策执行报告到近期的国常会，监管层一再提及运用专项债带动投资。政治局会议要求“推动今年底明年初形成实物工作量”，财政政策报告里面也再次重复该观点。政策上通过宽财政带动宽信用的态度已经非常坚决，我们认为

专项债年内发完的概率很大。本周利率债发行已经开始提速，周内利率债发行合计 4983.21 亿元，净融资达 4324.36 亿元，为年内单周净融资量次高。其中周内地方债发行合计 2581.41 亿元，净融资 2163.07 亿元。供给提速是我们之前逻辑的验证。供给提速之下，资金面整体明显收紧，债市也开始调整，这整体也符合我们预期。

图 3.1 利率债供给提速

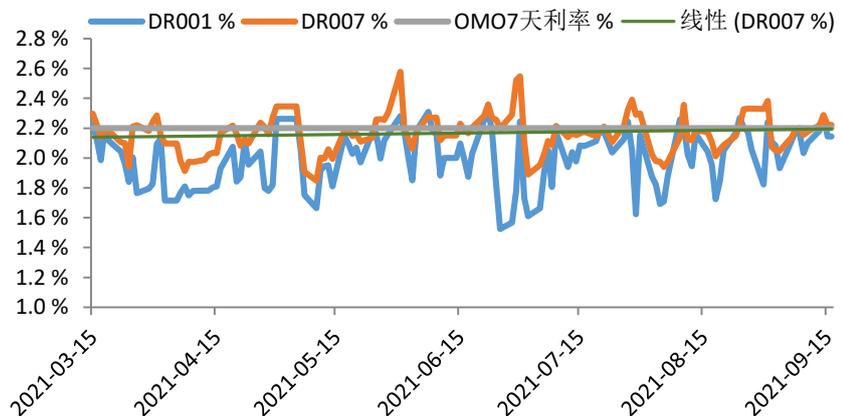


资料来源: Wind 资讯 南华研究

3.2 货币政策按兵不动

上周我们解读国务院政策例行吹风会提到，货币政策易松难紧，待供给压力增加到会对资金面造成明显扰动时，央行会出手给予呵护，按照惯例，大概率是通过 OMO 和 MLF 进行一些数量上的投放对冲阶段性的资金压力。央行强调关注 DR007，也说明目前 DR007 是央行最为重视的市场利率数据，只要 DR007 没有明显偏离 OMO7 天的政策利率（2.2%），央行出手的必要性就不大。

图 3.2 DR007 中枢有所抬升



资料来源: Wind 资讯 南华研究

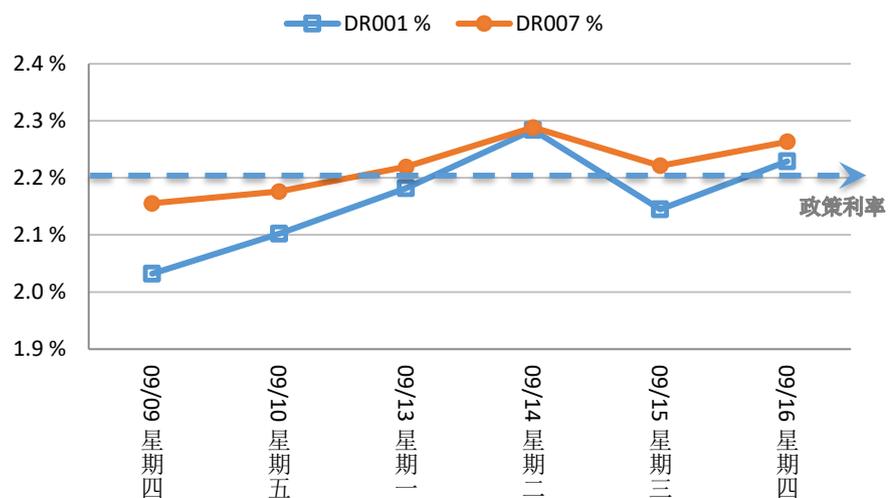
我们仍维持这个判断。目前 DR007 周内中枢水平为 2.24%，略高于 OMO 利率 4 个 BP，尚在央行容忍区间内。由于此前流动性过于充裕，市场存在一定加杠杆行为，这是央行不愿看到的，现在随着地方债发行加速的抽水，资金利率整体抬升，但只要 DR007 尚在央行的目标区间以内，央行出手维稳的概率就不高。周内 MLF 到期 6000 亿，央行选择等额续作，也使得市场的宽松期待再度落空。面对大幅下滑的经济数据，央行仍保持十足的定力，目前央行态度边际上有所收紧，降息降准的概率已经很小，宽松预期基本被证伪，这也是 9 月以来债市回调的主要原因。

央行近期的目标是降低中小企业融资成本、助力宽信用格局的形成，这更多的是解决结构化的发展不均衡的问题。因此可能会更倾向于动用再贷款再贴现以及定向降准等工具有针对性的解决结构性经济问题。因此，我们预计货币政策宽松以结构性宽松为主，以数量为主，数量上合理充裕，价格保持稳定。总的来说，货币政策稳健态度不变，宽松有，但是幅度不会太大。

3.3 资金面偏紧格局难改

周内资金面整体继续收紧，银存隔夜回购利率均值最高升至 2.28%，7 天期银存间回购利率最高升至 2.4%。周内地方债供给提速是资金面明显收紧的主要原因。目前央行的操作保持稳健，暂时没有进一步宽松的迹象，MLF 等额续作也验证了我们这一观点。周五投放了 500 亿 14 天逆回购，流动性担忧情绪有所缓解，但 DR007 利率中枢进一步上移，短期紧张格局不改。不过考虑到央行保持流动性合理充裕的态度，预计持续性的资金紧张概率较小，目前 DR007 超出政策利率 20BP，央行预计会投放流动性予以对冲。我们认为，近期资金面明显转松的概率不大，紧平衡局面将会持续一段时间，后续随着供给继续提速，叠加缴税因素，资金面缺口将更加明显，央行大概率会进行对冲，但对冲不等于放水，资金面偏紧格局难改。

图 3.3 资金利率小幅走升



资料来源：Wind 资讯 南华研究

第4章 策略建议

4.1 基差继续走升

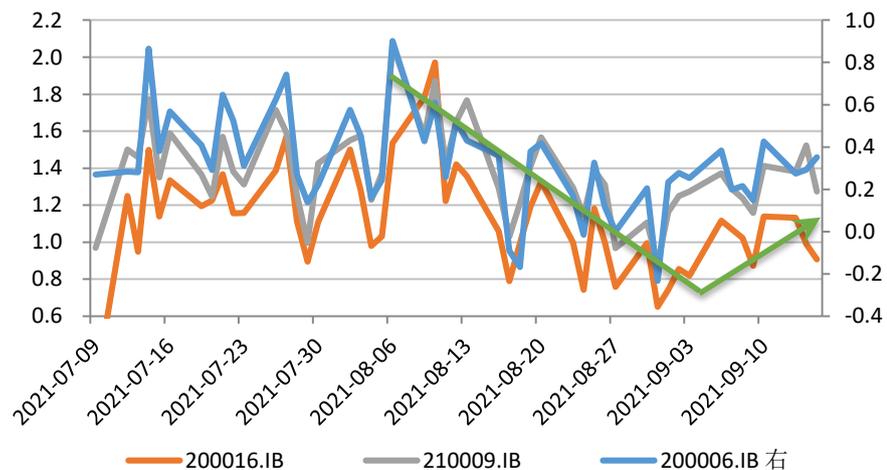
过去一周，国债期货合约活跃券基差涨跌互现。近期市场货币宽松预期逐渐减弱，但超弱的经济数据给了债市一点支撑，后半周债市小幅反弹。但后续如果潜在利空继续发酵，债市可能会有较大幅度回调，套保盘也会推升基差。IRR 已经达到 2.4% 的高位，目前多现货空期货，持有现货并交割也存在一定套利机会，期现套利盘也会推动基差回归中枢水平。逻辑上和统计上做多基差都有更高胜率。操作上，保持做多 T2112 合约基差 200006。

表格 1 过去一周基差变动回顾（12 合约）

合约	品种	2021/9/16	2021/9/9	基差变动
10年 (T2112)	200006.IB	0.1280	0.1967	-0.0687
	200016.IB	0.9264	0.9238	0.0026
	210009.IB	1.4204	1.2076	0.2128
5年 (TF2112)	210002.IB	0.4190	0.3188	0.1002
	190007.IB	1.3806	1.5359	-0.1553
2年 (TS2112)	200014.IB	0.2490	0.2682	-0.0192
	200009.IB	0.0382	0.0404	-0.0022

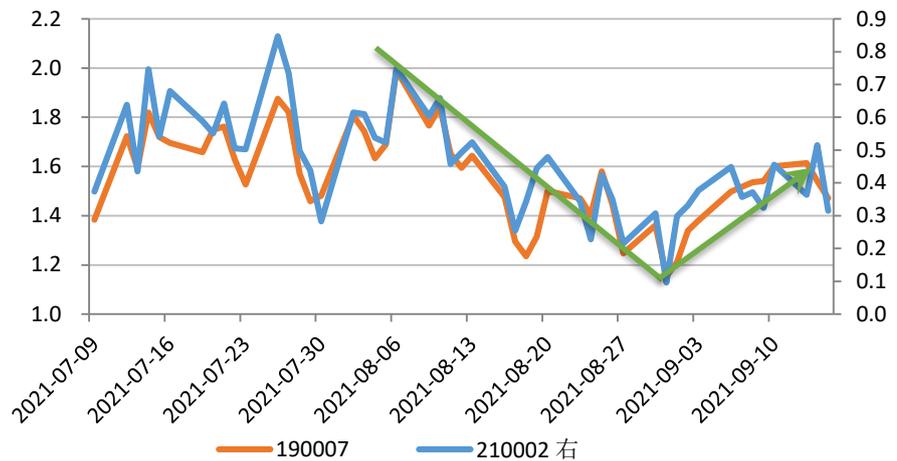
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 4.1 T2112 合约活跃券基差



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 4.2 TF2112 合约活跃券基差

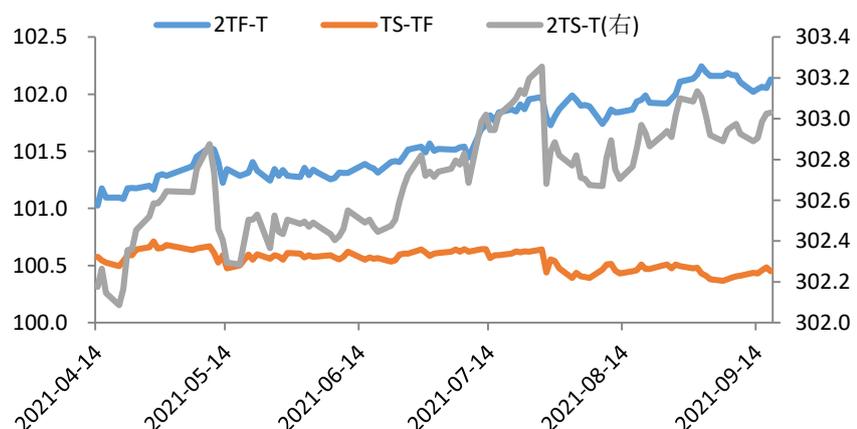


资料来源：Wind 资讯 南华研究

4.2 保持做平曲线策略

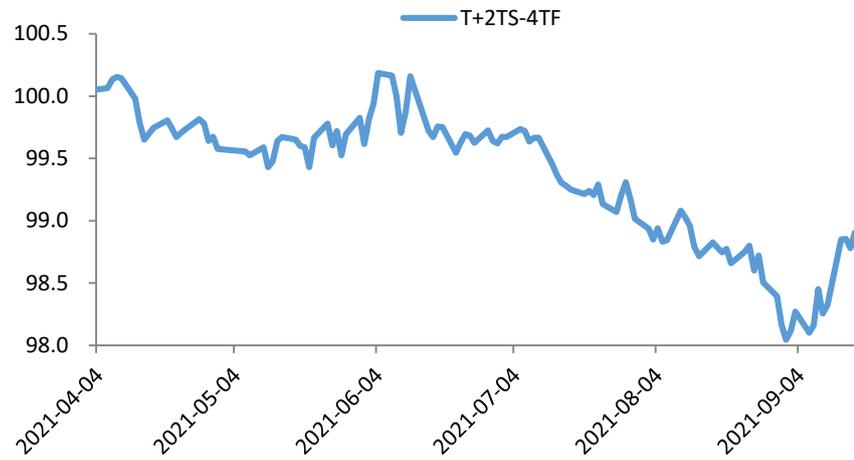
过去一周，国债期货整体回落，两年期品种表现更强，五年期较弱。我们推荐的做平曲线策略周盈利 0.3 元，碟式套利策略周盈利 0.58 元。由于目前市场情绪已经转空，短期的利多因素也已出尽，后续供给加速将继续冲击流动性也会使得短端调整幅度更大，逻辑上收益率预计走平。加上目前收益率曲线过陡，2TF-T 处于过去一年历史 81%分位水平，做平曲线胜率更高，而 TS-TF 处于历史 6.4%分位的极端水平。从统计逻辑来看，目前期货市场跨品种之间存在蝶式套利机会。策略上，保持做平曲线，推荐 T-2TF，也可以尝试做蝶式套利，推荐多 T 多 2TS 空 4TF。

图 4.3 2TF-T 处于历史 81%分位



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 4.4 存在蝶式套利机会



资料来源: Wind 资讯 南华研究

表格 2：上周数据统计

期货数据		周五结算价	周涨跌幅
10年期国债期货	T2112.CFE	99.770	0.06%
	T2203.CFE	99.480	0.07%
5年期国债期货	TF2112.CFE	100.950	0.08%
	TF2203.CFE	100.705	0.08%
2年期国债期货	TS2112.CFE	100.700	0.05%
	TS2203.CFE	100.595	0.06%
价差数据		价差	周涨跌
跨期价差	T2112-T2203	0.290	-0.01
	TF2112-TF2203	0.245	0.01
	TS2112-TS2203	0.105	-0.01
跨品种价差	2TS-T	303.030	-0.02
	2TF-T	100.445	-0.23
	TS-TF	98.750	0.10
现券收益率		周五收盘价	周涨跌
国债收益率	1Y国债	2.409%	7.60 BP
	2Y国债	2.550%	3.00 BP
	3Y国债	2.603%	3.12 BP
	5Y国债	2.738%	3.00 BP
	7Y国债	2.881%	2.37 BP
	10Y国债	2.906%	3.38 BP
国开收益率	1Y国开	2.423%	3.99 BP
	3Y国开	2.841%	6.34 BP
	5Y国开	3.009%	3.50 BP
	7Y国开	3.192%	2.09 BP
	10Y国开	3.207%	1.31 BP
远期利率数据		周五远期利率	期现利差
期货远期利率	T2112.CFE	3.029%	12.25 BP
	TF2112.CFE	2.793%	5.60 BP
	TS2112.CFE	2.630%	7.96 BP
资金利率		最新价	周涨跌
银行间质押回购利率	R001	2.229%	13.94 BP
	R007	2.263%	9.60 BP
	R014	2.365%	15.85 BP
SHIBOR利率	SHIBOR1M	2.382%	6.10 BP
	SHIBOR3M	2.373%	1.50 BP

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