



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所
翟帅男 分析师
投资咨询从业资格：Z0013395
zaisuainan@nawaa.com
0571-87839252

流动性宽松，宽信用难起

摘要

周内债市整体反弹，十年期国债收益率上行至 2.9% 之后就上不动了，待央行态度转松，逆回购持续净投放，资金面明显好转，多头开始发力。经济数据明显不及预期，加上资金面的宽松使得市场对于后续债市有了更多期待。

近期由于个别房企负面消息不断发酵，楼市整体收到影响，重点城市土拍冷淡，居民买房热情下滑，可能会对经济造成进一步冲击。而 9 月中旬出台的能耗双控也对市场造成了明显的影响，多地出现限电停产，预计 9 月的生产数据会明显下滑，进而影响到制造业。市场对于经济的悲观预期进一步加重。

货币政策量宽价稳。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，我们保持之前的判断：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。近期资金面保持宽松，平稳跨季问题不大，而后续供给发力央行也大概率进行对冲，资金面不是制约债市上涨的因素了，四季度到期的 MLF 数量巨大，不排除央行运用降准置换 MLF 的可能。若降准真的来临，十债有望向 2.7% 进攻。

短期来看，经济下行压力值得关注，流动性不太可能大幅收紧，此前的利空主要是短期供给冲击流动性，目前来看，在央行的呵护下，这个问题不会很严重。楼市的降温也使得宽信用更难起来，短期债市利空基本消退，因此我们建议前期空单可以止盈离场。**策略上，前期空单止盈离场。**

● 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 0.16 元。	保持做多 T2112 合约基差 200006。
跨品种策略	做平曲线 (T-2TF) 周亏损 0.13 元，蝶式套利 (T+2TS-4TF) 周亏损 0.1 元。	保持做平曲线策略 (T-2TF)，可尝试蝶式套利 (T+2TS-4TF)

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.....	5
2.1 TAPER 可能于 11 月开始.....	5
第 3 章 货币与资金.....	6
3.1 供给开始提速.....	6
3.2 资金面转松.....	7
第 4 章 策略建议.....	8
4.1 基差继续走升.....	8
4.2 保持做平曲线策略.....	9
免责声明.....	12

表目录

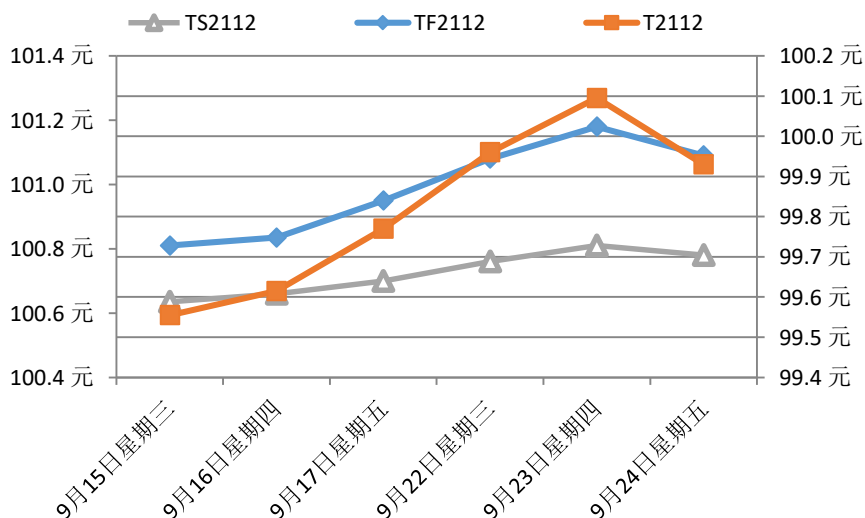
图 1.1 国债期货整体回落.....	4
图 1.2 长端交投情绪偏热，短端表现不佳.....	5
图 2.1 美债收益率走升	6
图 3.1 周内供给压力不大.....	7
图 3.2 DR007 中枢明显回落.....	8
图 4.1 T2112 合约活跃券基差	9
图 4.2 TF2112 合约活跃券基差.....	9
图 4.3 2TF-T 处于历史 94%分位	10
图 4.4 存在蝶式套利机会	10
表格 1 过去一周基差变动回顾（12 合约）	8
表格 2：上周数据统计.....	11

第1章 行情回顾与展望

1.1 本周债市行情回顾

央行自 17 号重启 14 天逆回购，提振了市场情绪，近期资金面明显转松是周内债市反弹的主因。国债期货今年走势整体与资金面非常一致，资金面持续紧张多数调整，资金面宽松则多头发力。截至周五，T2112 收为 99.91，较上周五涨 0.14%，十债活跃券 210009 收益率保持 2.875%。

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

周内债市整体反弹，十年期国债收益率上行至 2.9% 之后就上不动了，待央行态度转松，逆回购持续净投放，资金面明显好转，多头开始发力。经济数据明显不及预期，加上资金面的宽松使得市场对于后续债市有了更多期待。

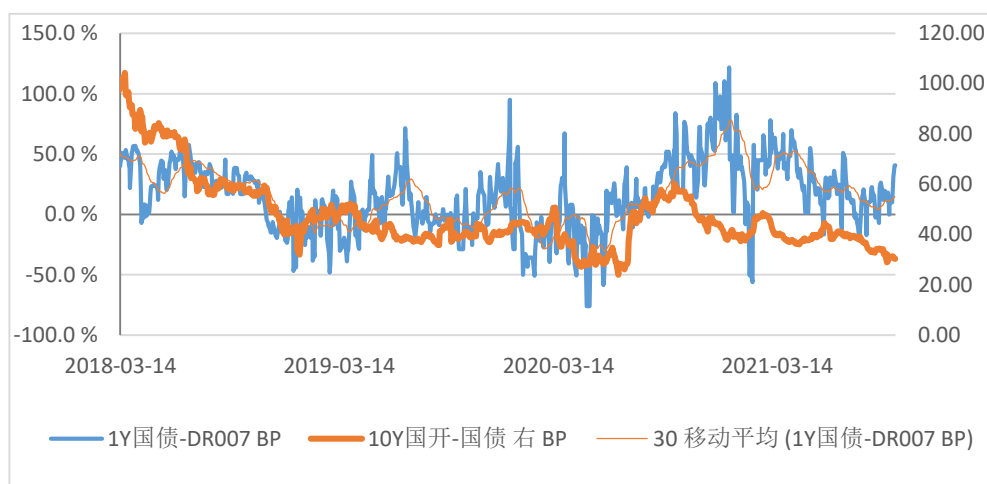
近期由于个别房企负面消息不断发酵，楼市整体收到影响，重点城市土拍冷淡，居民买房热情下滑，可能会对经济造成进一步冲击。而 9 月中旬出台的能耗双控也对市场造成了明显的影响，多地出现限电停产，预计 9 月的生产数据会明显下滑，进而影响到制造业。市场对于经济的悲观预期进一步加重。美联储有关 Taper 的表态和暗示整体偏鹰，但对于国内债市的利空作用有限，更多会是情绪方面的冲击。

货币政策量宽价稳。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，我们保持之前的判断：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。近期资金面

保持宽松，平稳跨季问题不大，而后续供给发力央行也大概率进行对冲，资金面不是制约债市上涨的因素了，四季度到期的 MLF 数量巨大，不排除央行运用降准置换 MLF 的可能。若降准真的来临，十债有望向 2.7% 进攻。

短期来看，经济下行压力值得关注，央行可能也会有一定政策进一步帮扶中小微企业，流动性不太可能大幅收紧，此前的利空主要是短期供给冲击流动性，目前来看，在央行的呵护下，这个问题不会很严重。楼市的降温也使得宽信用更难起来，短期债市利空基本消退，因此我们建议前期空单可以止盈离场。**策略上，前期空单止盈离场。**

图 1.2 长端交投情绪偏热，短端表现不佳



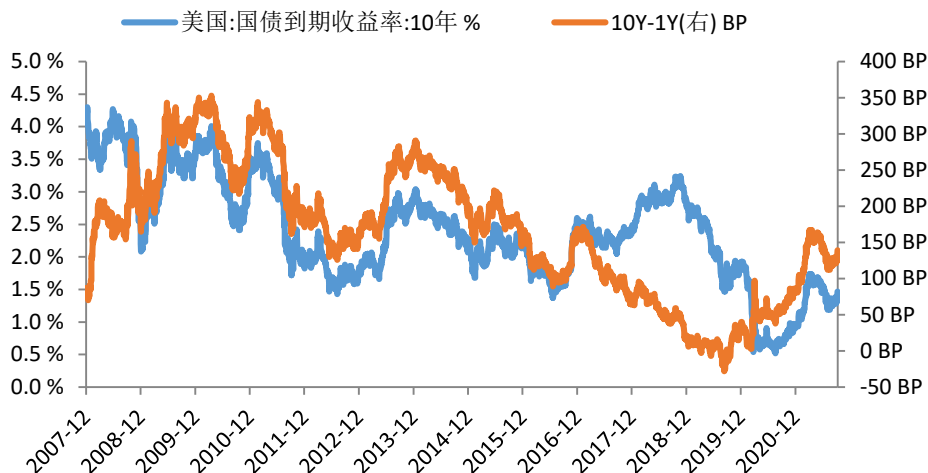
资料来源：Wind 资讯 南华研究

第2章 热点解读

2.1 Taper 可能于 11 月开始

9 月 22 日晚间，美联储召开了 9 月议息决议，维持政策利率不变，但首次称“可能很快”放缓购债步伐，并暗示可能在 2022H1 前后完成；点阵图显示半数官员预计 2022 年加息。整体缩减购债时间点符合预期，但节奏上可能快于预期，而点阵图也强化了明年的加息预期，整体偏鹰。决议公布后 10 年美债直接拉升 13BP，但是目前并无继续大幅走升的迹象。市场对于后续加息的担忧并不强烈。而国内来说，一方面，美联储收紧货币对于国内央行的影响不大，本轮我国货币政策放松并不大，而且早已回归常态，从这方面来说我国的货币政策是领先于美国的，因此，美国收紧货币我国并无跟随的必要性。另一方面，中美利差收窄可能会降低中国国债对于外资的吸引力，不过目前中美利差仍处于 140BP 的历史高位，加上人民币币值稳定，购买中国国债性价比仍高。

图 2.1 美债收益率走升



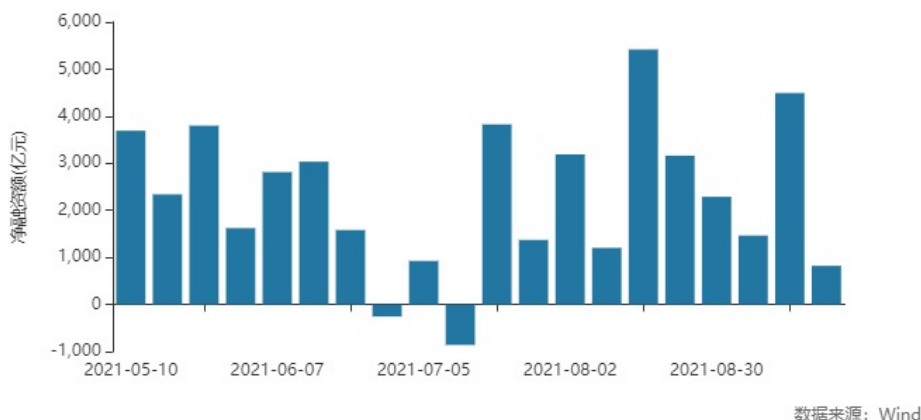
资料来源：Wind 资讯 南华研究

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。本周利率债净发行量不高，周内利率债发行合计 3363 亿元，净融资达 820 亿元，供给节奏弱于预期。我们猜测可能是地方缺乏优质项目，由于专项债发行现在采用双绩效考核模式，劣质项目可能不会审批通过，目前经济偏弱、需求不足，可供选择的优质项目少之又少，从这个角度来看，供给压力可能弱于预期。

图 3.1 周内供给压力不大



资料来源: Wind 资讯 南华研究

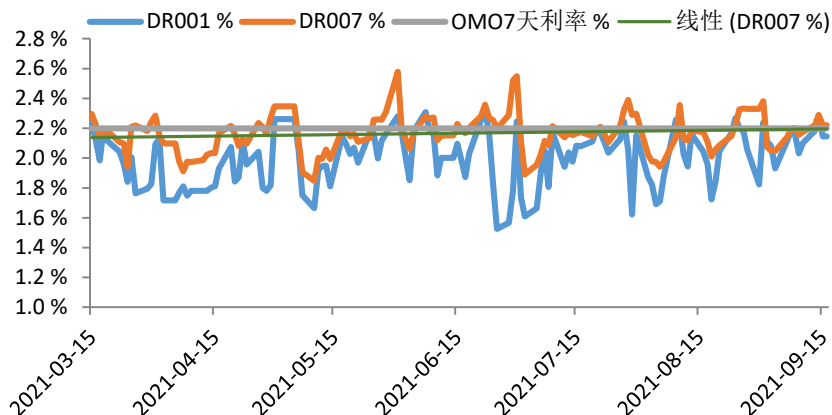
3.2 资金面转松

自上周五央行重启 14 天逆回购以来, 公开市场持续净投放, 周内共进行 3200 亿资金净投放, 很大程度上缓解了季末资金压力。央行的持续净投放呵护资金面, 使得市场对于后续的流动性担忧缓解, 未来供给压力和理财新规整改引发的资金面波动可能都会有央行对冲。虽然降息的预期降温, 但是对于资金持续宽松的期待还在, 加上近期经济数据大幅弱于预期, 也助涨了宽松的预期。

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, **我们保持之前的判断: 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。**

周内资金面整体转松, 周五银存间隔夜回购利率降至 1.67%, 7 天期银存间回购利率也降至 2.07%。供给减速叠加央行大额净投放是目前资金面明显转松的主因。目前央行的操作保持稳健, 我们认为十一过后, 央行会将节前投放的流动性全数收回, 届时流动性可能小幅收敛。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, 但持续大幅宽松也不是央行乐见的, 目前 DR007 低于政策利率 13BP, 基本是在央行接受范围之内的低位了, 预计资金面继续转松的概率不大。**我们认为, 近期资金面保持宽松, 平稳跨季问题不大, 而后续供给发力央行也大概率进行对冲, 资金面不是制约债市上涨的因素了, 四季度到期的 MLF 数量巨大, 不排除央行运用降准置换 MLF 的可能。**

图 3.2 DR007 中枢明显回落



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

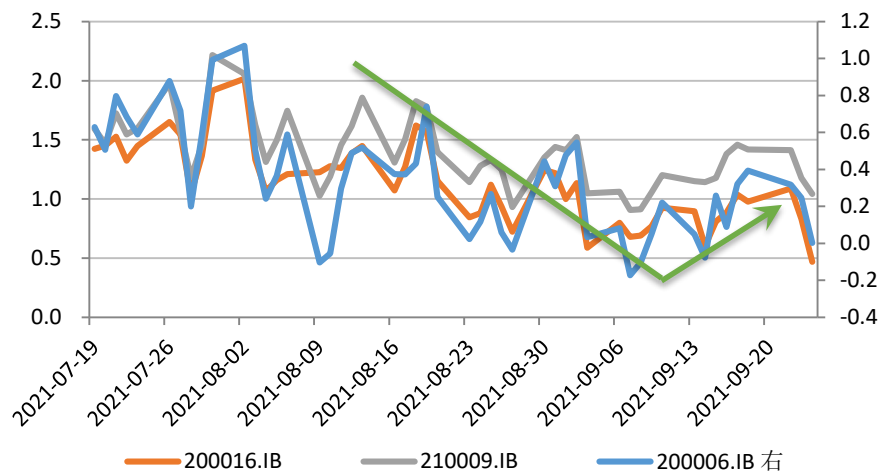
过去一周，国债期货合约活跃券基差全数下行。近期超弱的经济数据给了债市一些支撑，加上央行呵护下资金面明显转松，债市保持反弹，期货上的投机盘推动基差继续压缩。近期债市调整概率减小，基差可能不会快速走升。但过低的基差水平继续做空胜率较小，做多基差胜率高、赔率低。操作上，保持做多 T2112 合约基差 200006。

表格 1 过去一周基差变动回顾（12 合约）

合约	品种	2021/9/24	2021/9/15	基差变动
10年 (T2112)	200006. IB	0.1630	0.3216	-0.1585
	200016. IB	0.6380	1.0380	-0.4001
	210009. IB	1.1238	1.4596	-0.3358
5年 (TF2112)	210002. IB	0.2290	0.4338	-0.2048
	190007. IB	1.2934	1.5306	-0.2372
2年 (TS2112)	200014. IB	0.1944	0.2915	-0.0971
	200009. IB	0.0014	0.1063	-0.1049

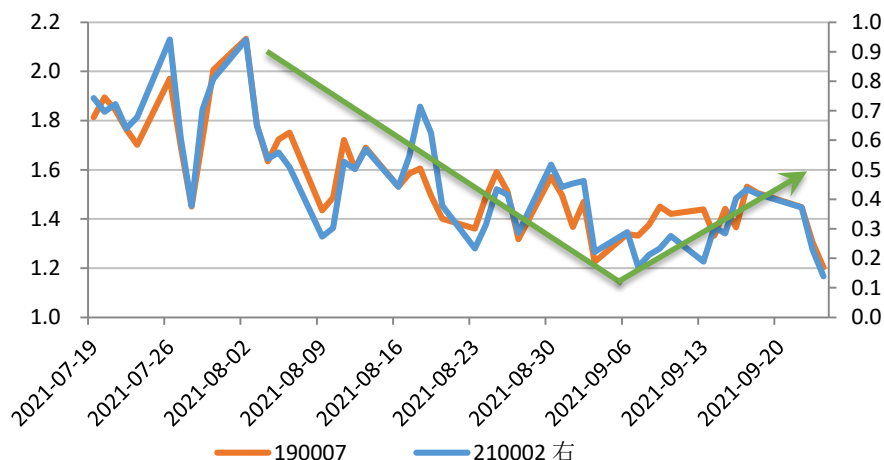
资料来源：Wind 资讯 南华研究

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

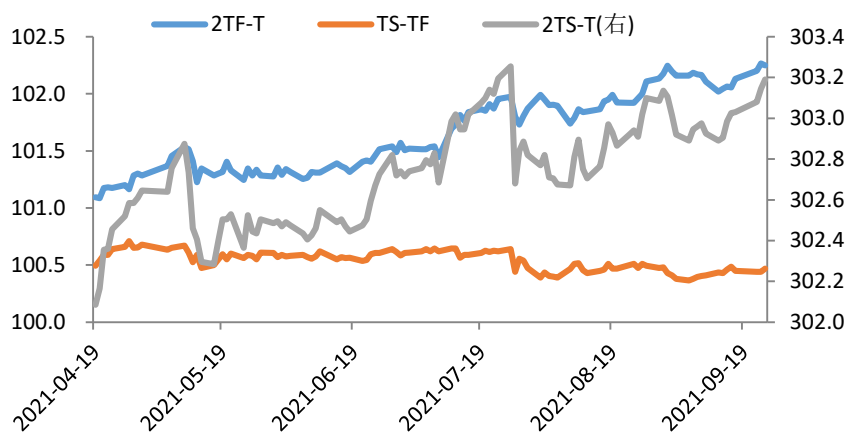


资料来源: Wind 资讯 南华研究

4.2 保持做平曲线策略

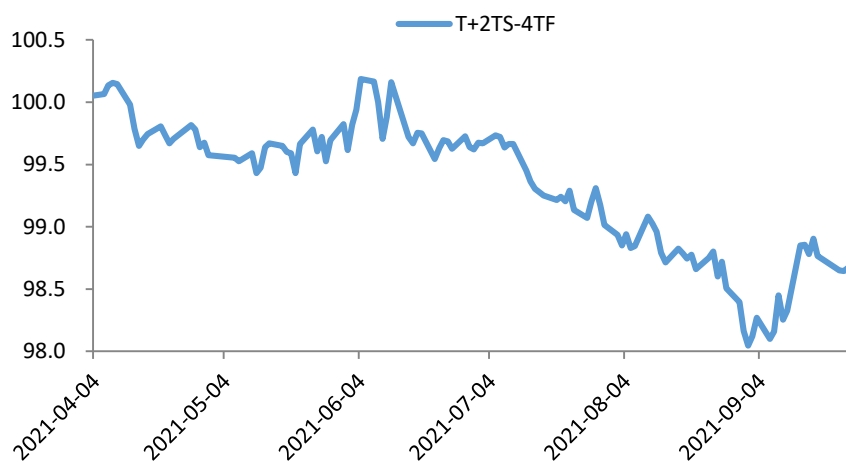
过去一周, 国债期货整体回升, 两年期品种表现更强, 十年期较弱。我们推荐的做平曲线策略周亏损 0.14 元, 蝶式套利策略周亏损 0.1 元。由于目前市场情绪再次转向多头主导, 资金面宽松叠加经济弱势, 债市可能继续反弹。但央行并无大幅宽松意愿, 节后资金面可能小幅收敛, 预计十年期会表现更强。加上目前收益率曲线过陡, 2TF-T 处于过去一年历史 94%分位水平, 做平曲线胜率更高, 而 TS-TF 处于历史 4.8%分位的极端水平。从统计逻辑来看, 目前期货市场跨品种之间存在蝶式套利机会。策略上, 保持做平曲线, 推荐 T-2TF, 也可以尝试做蝶式套利, 推荐多 T 多 2TS 空 4TF。

图 4.3 2TF-T 处于历史 94%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	99.930	0.32%
	T2203.CFE	99.630	0.33%
5年期国债期货	TF2112.CFE	101.090	0.25%
	TF2203.CFE	100.840	0.25%
2年期国债期货	TS2112.CFE	100.780	0.12%
	TS2203.CFE	100.675	0.12%
价差数据		价差	周涨跌
跨期价差	T2112-T2203	0.300	-0.01
	TF2112-TF2203	0.250	0.01
	TS2112-TS2203	0.105	0.00
跨品种价差	2TS-T	303.210	0.21
	2TF-T	100.470	0.16
	TS-TF	98.670	0.02
现券收益率		周五收盘价	周涨跌
国债收益率	1Y国债	2.379%	-2.97 BP
	2Y国债	0.000%	-254.00 BP
	3Y国债	2.539%	-6.38 BP
	5Y国债	2.718%	-1.00 BP
	7Y国债	2.849%	-2.25 BP
	10Y国债	2.870%	-1.10 BP
国开收益率	1Y国开	2.418%	-1.75 BP
	3Y国开	2.805%	-3.90 BP
	5Y国开	2.986%	-4.46 BP
	7Y国开	3.184%	-1.03 BP
	10Y国开	3.194%	-0.53 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	3.009%	13.86 BP
	TF2112.CFE	2.763%	4.55 BP
	TS2112.CFE	2.587%	258.73 BP
资金利率		最新价	周涨跌
银行间质押回购利率	R001	1.674%	-59.06 BP
	R007	2.072%	-36.04 BP
	R014	2.737%	34.36 BP
SHIBOR利率	SHIBOR1M	2.752%	3.80 BP
	SHIBOR3M	2.411%	3.20 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