



Bigger mind, Bigger fortune  
智慧创造财富

## 交易情绪过热，值得警惕

### 摘要

周内债市小幅走升，但现券收益率仍保持在 2.8-2.9% 之间徘徊。PMI 大幅回落加重经济悲观预期，宽松预期也在继续发酵，但十债收益率向下突破 2.8% 难度较大。**目前债市利多已经基本出尽，除非降准降息预期被证实，不然在经济下行和货币宽松已经基本被市场反映的当下，仅靠炒预期很难支撑大的行情来临。**

8 月 PMI 大幅走弱主要还是受短期因素扰动，目前疫情逐渐得控，而未来宽信用支持政策的不断出台也会减缓经济下行压力，后续非制造业 PMI 预计会有较大改善。**当前市场对于经济下行的预期已经被市场消化，警惕利多出尽的利空。**近期由于宽信用的提法，叠加 8 月 PMI 大幅回落，货币宽松不断发酵，但周三市场期待的国常会再提降准的期待已然落空，同时用再贷款这类定向工具替代降准等全面宽松工具。**市场对于降息降准的预期已经过满，市场已经不够理智，这是一个危险的信号。**从 7 月底政治局会议到上半年财政政策执行报告到本周的国常会，监管层一再提及运用专项债带动投资。政策上通过宽财政带动宽信用的决心非常明显，我们认为专项债年内发完的概率很大，因此，9 月供给压力仍值得重点关注。虽然 8 月供给弱于预期叠加降准降息预期使得债市调整迟迟未至，但仍应对供给高峰保持警惕。

短期来看，债市继续上行动力不足，现券收益率向下突破难度较大，现在追多性价比极低。**交易情绪过热的当下，投资者应保持一份冷静和警惕。**供给加速和宽信用预期发酵是潜在的利空，若利空被证实，则调整将至。策略上，短期保持做空 T2112 合约。

### ● 套利策略回顾和推荐

	上周策略回顾	本周策略推荐
<b>基差策略</b>	做多 T2112 合约基差周亏损 0.03 元。	保持做多 T2112 合约基差 200006。
<b>跨品种策略</b>	做平曲线 (T-2TF) 周亏损 0.05 元，蝶式套利 (T+2TS-4TF) 亏损 0.07 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. 国债期货周内震荡上行.....	4
2. 市场分歧仍大.....	4
1.2 行情展望.....	5
第 2 章 热点解读.....	6
2.1 PMI 大幅转弱.....	6
整体大幅弱于预期.....	6
需求继续下滑，生产相对稳定.....	7
大中小企业景气度分化减弱.....	8
2.2 供给弱于预期.....	9
第 3 章 货币与资金.....	9
3.1 再贷款对债市影响偏空.....	9
3.2 货币宽松预期过满.....	10
3.3 资金面不容乐观.....	10
第 4 章 策略建议.....	11
4.1 保持做多基差.....	11
4.2 保持做平曲线策略.....	12
免责声明.....	15

## 表目录

图 1.1 国债期货震荡走升.....	4
图 1.2 持仓量高位回落.....	5
图 1.3 市场交易情绪有过热风险.....	6
图 2.1 PMI 大幅回落.....	7
图 2.2 经济动能继续走弱.....	7
图 2.3 需求继续下滑.....	8
图 2.4 需求继续下滑.....	8
图 2.5 地方债净融资额（周频）.....	9
图 3.1 存单利率与 MLF 利率持续倒挂.....	10
图 3.2 市场利率始终围绕政策利率波动.....	11
图 4.1 T2112 合约活跃券基差.....	12
图 4.2 TF2112 合约活跃券基差.....	12
图 4.3 2TF-T 处于历史 99%分位.....	13
图 4.4 存在蝶式套利机会.....	13
表格 1 过去一周基差变动回顾（12 合约）.....	11
表格 2：上周数据统计.....	14

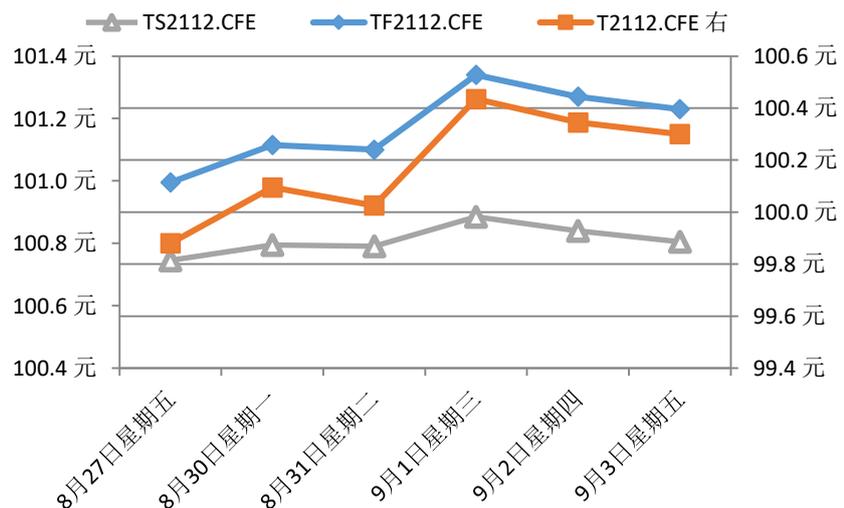
## 第1章 行情回顾与展望

### 1.1 本周债市行情回顾

#### 1. 国债期货周内震荡上行

周二公布的 PMI 数据大幅下滑，周三公布的财新 PMI 也明显回落，市场宽松预期升温，多头开始期待周三晚上国常会再提降准，加上地方债净融资量大幅回落，资金面明显转松，宽松预期推动下周三国债期货大幅走升 0.43%，随后由于宽松预期落空，国债期货周四周五小幅收跌。但当前市场上多头情绪仍明显占优，调整幅度较小。截至周五，T2112 收为 100.275，较上周五上涨 0.38%，十债活跃券 210009 收益率降至 2.83%，周跌幅约为 4BP，现券涨幅不及期货，基差继续收敛。

图 1.1 国债期货震荡走升

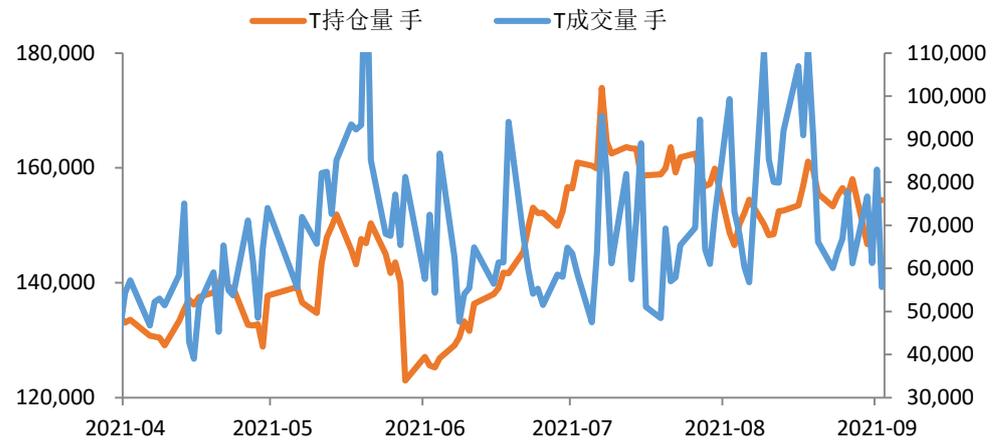


资料来源：Wind 资讯 南华研究

#### 2. 市场分歧仍大

国债期货总持仓量周内整体回落，其中 T 合约持仓量周内小幅回落至 15.4 万手，TF 持仓量降至 6.1 万手。目前十年期国债期货合约规模约为 1544 亿元，国债期货合约总持仓规模约为 2667 亿元，较上周下降 249 亿元。目前持仓量小幅回落，但仍处于高位，市场分歧加大。

图 1.2 持仓量高位回落



资料来源: Wind 资讯 南华研究

## 1.2 行情展望

周内债市小幅走升，但现券收益率仍保持在 2.8-2.9% 之间徘徊。PMI 大幅回落加重经济悲观预期，宽松预期也在继续发酵，但十债收益率向下突破 2.8% 难度较大。**目前债市利多已经基本出尽，除非降准降息预期被证实，不然在经济下行和货币宽松已经基本被市场反映的当下，仅靠炒预期很难支撑大的行情来临。**

**经济下行但并未失速。** PMI 大幅回落加重了经济的悲观预期，也助长了市场对货币宽松的期待，这是本周债市明显回升的最主要原因。但我们认为经济下行但并未失速，8 月 PMI 大幅走弱主要还是受短期因素扰动，**目前疫情逐渐得控，而未来宽信用支持政策的不断出台也会减缓经济下行压力，后续非制造业 PMI 预计会有较大改善。当前市场对于经济下行的预期已经打的比较满，警惕利多出尽的利空。**

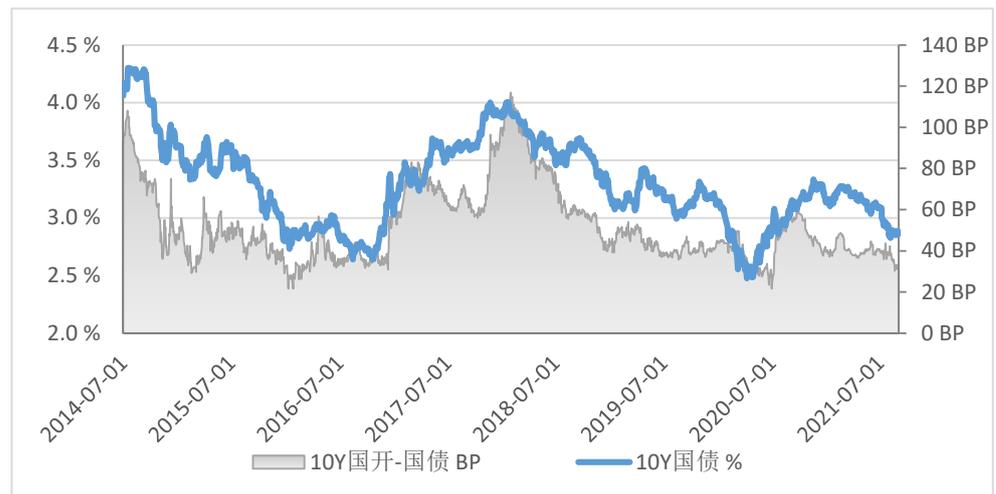
**降息降准预期已经过满。** 近期由于宽信用的提法，叠加 8 月 PMI 大幅回落，货币宽松不断发酵，但周三市场期待的国常会再提降准的期待已然落空，**同时用再贷款这类定向工具替代降准等全面宽松工具可以保证资金精准流向困难实体企业。** 这有助于助力经济企稳和刺激实体需求，若后续经济数据有所好转，则宽松来临的时点可能继续延后。**市场对于降息降准的预期已经过满，市场已经不够理智，这是一个危险的信号。** 目前国开-国债利差约为 34BP，处于过去五年的 6% 分位水平，说明市场交易情绪存在过热风险，需警惕。

**警惕供给高峰降临。** 从 7 月底政治局会议到上半年财政政策执行报告到本周的国常会，监管层一再提及运用专项债带动投资。政策上通过宽财政带动宽信用的决心非常明显，我们认为专项债年内发完的概率很大，因此，9 月供给压力仍值得重点关注。虽然 8 月供给弱于预期叠加降准降息预期使得债市调整迟迟未至，但仍应对供给高峰保持警惕。

短期来看，债市继续上行动力不足，现券收益率向下突破难度较大，现在追多性价比极低。**交易情绪过热的当下，投资者应保持一份冷静和警惕。供给加速和宽信用预期发酵**

是潜在的利空，若利空被证实，则调整将至。策略上，短期保持做空 T2112 合约。

图 1.3 市场交易情绪有过热风险



资料来源：Wind 资讯 南华研究

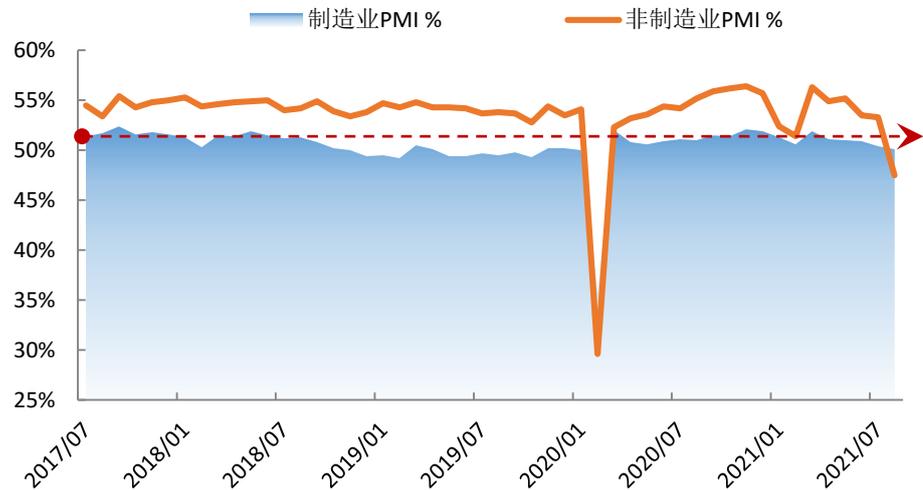
## 第2章 热点解读

### 2.1 PMI 大幅转弱

**整体大幅弱于预期。**

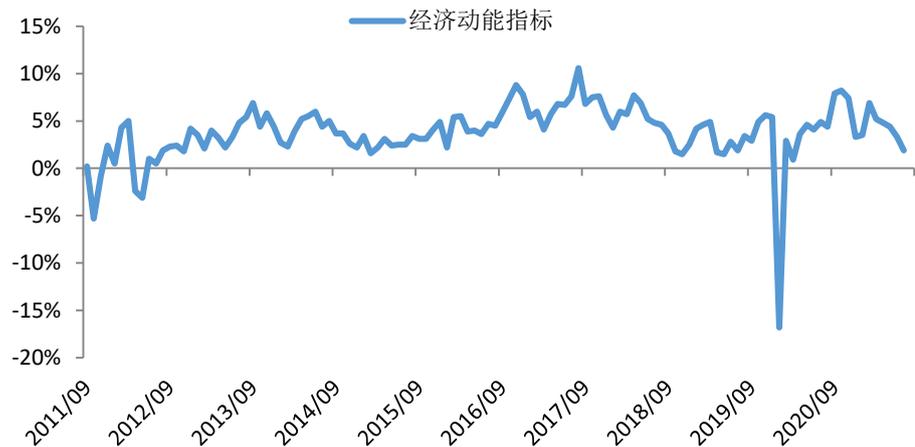
8 月制造业 PMI 录得 50.1%，较去年同期回落 0.9 个百分点，勉强保持在荣枯线上方。非制造业 PMI 收为 47.5%，较去年同期大幅回落 7.7 个百分点，服务业 PMI 也大幅降至 45.2%，均是自疫情之后首次低于荣枯线，短期疫情和暴雨的扰动对于非制造业影响更为显著。财新制造业 PMI 收为 49.2%，是自去年 4 月以来首次低于荣枯线，财新 PMI 大幅走弱说明中小企业景气度的明显下滑。新订单-产成品库存的经济动能指标继续下降至 1.9%，较上月下降 1.4pct，说明经济整体增长动能继续放缓。

图 2.1 PMI 大幅回落



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.2 经济动能继续走弱

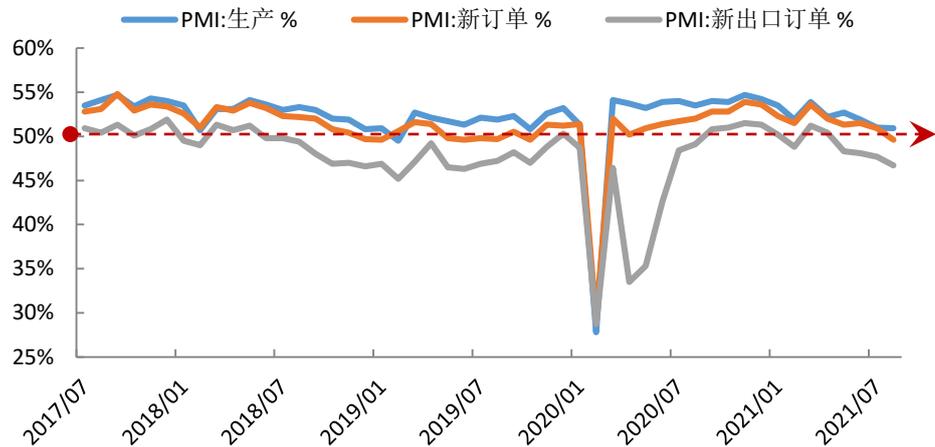


资料来源：Wind 资讯 南华研究

### 需求继续下滑，生产相对稳定

8月生产指数为50.9%（同比-2.6pct），新订单指数为49.6%（同比-2.4pct），新订单指数自疫情后首次降至荣枯线下方，新出口订单继续下滑至46.7%，目前需求端持续疲软，体现了实体企业经营状况不佳，对未来信心不足，扩张意愿不强。新出口订单连续5月走低也是需求转弱的一大原因。此外，国内疫情和极端天气也是8月需求不佳的短期扰动因素，预计9月可能有所好转。

图 2.3 需求继续下滑

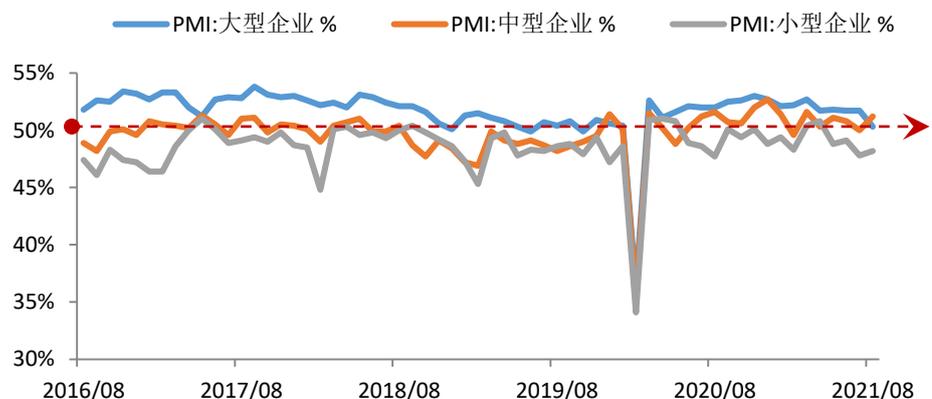


资料来源: Wind 资讯 南华研究

### 大中小型企业景气度分化减弱

8月大型企业 PMI 收为 50.3% (同比-1.7pct), 中型企业升至 51.2% (同比-0.4pct), 小型企业小幅回升至 48.2% (同比+0.5pct)。中大型企业景气度有所回升, 大型企业景气度明显下滑。大型企业与小企业的分化有所减轻, 主要是由于大宗商品价格涨势暂缓, 中下游企业经营压力有所缓解。这从结构上是有所改善的, 但小型企业景气度仍处于很低的位置, 距离回到荣枯线上方仍有很大距离。

图 2.4 需求继续下滑



资料来源: Wind 资讯 南华研究

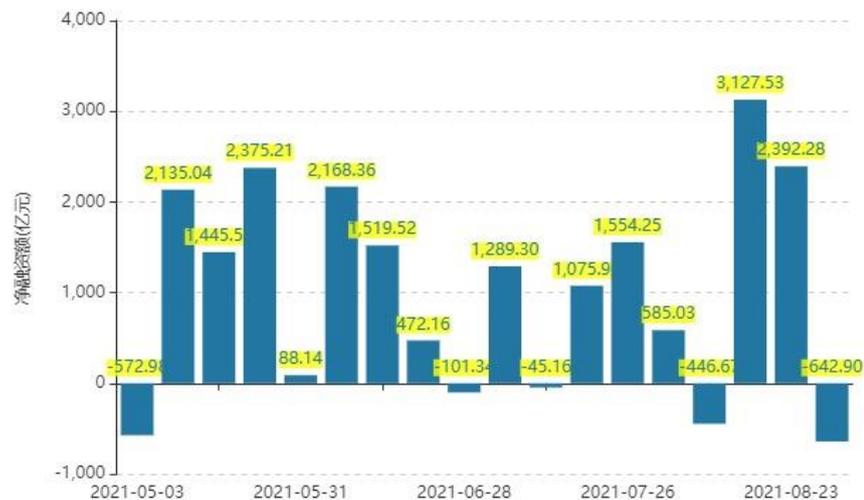
PMI 大幅回落加重了经济的悲观预期, 也助长了市场对货币宽松的期待, 这是本周债市明显回升的最主要原因。但我们认为经济下行但并未失速, 目前疫情逐渐得控, 而未来宽信用支持政策的不断出台也会减缓经济下行压力, 后续非制造业 PMI 预计会有较大改善。当前市场对于经济下行的预期已经打的比较满, 警惕利多出尽的利空。

## 2.2 供给弱于预期

近期债市表现强于我们之前的预期，主要原因就是供给并未如预期般加速发行。8月初有消息称，发改委下发通知要求，要求做好 2022 年地方专项债项目前期工作。这一工作较往年提前了近两个月的时间。当时主流观点认为 9 月底之前会发行全年专项债额度的 85%-90%，预留一部分额度到 12 月。但截止到 9 月 3 号，尚未见到地方债发行明显加速，本周地方债净融资额甚至降为负值。今年专项债额度能不能用完取决于 9 月的发行量。

从 7 月底政治局会议到上半年财政政策执行报告到本周的国常会，监管层一再提及运用专项债带动投资。财政政策报告里面提到“适度提速地方政府专项债券发行，用好地方政府专项债券资金，指导地方加强项目储备，推动今年底明年初形成实物工作量”。国务院常务会议也要求，“针对经济运行新情况加强跨周期调节，用好地方政府专项债带动扩大有效投资”。政策上通过宽财政带动宽信用的决心非常明显，我们认为专项债年内发行的概率很大，因此，9 月供给压力仍值得重点关注。同时也应关注专项债的后续落地情况，以及其对基建的拉动作用。

图 2.5 地方债净融资额（周频）



数据来源: Wind

资料来源: Wind 资讯 南华研究

## 第3章 货币与资金

### 3.1 再贷款对债市影响偏空

9 月 1 日召开的国务院常务会议指出，稳增长、保就业，重在保市场主体特别是量大面广的中小微企业。会议指出，加大帮扶政策力度。今年再新增 3000 亿元支小再贷款额度，支持地方法人银行向小微企业和个体工商户发放贷款。完善对受疫情影响严重行业企业贷款贴息及奖补政策。会议指出，统筹做好跨周期调节。发挥地方政府专项债作用带动扩大有效投资。

整体来看，本次国常会仍是对于引导宽信用的补充与支持，会议并未提及降息降准相关宽货币的政策，降息降准预期再度落空。而 3000 亿再贷款属于针对小微企业的定向宽松政策，其目的在于帮扶受疫情影响而出现短期经营困难的企业，保就业、扩需求，整体较为利好实体企业，对于经济下行有一个托底的作用。若信用层面得到改善，经济悲观预期可能也会扭转，利空债市。

### 3.2 货币宽松预期过满

目前 1 年期存单利率与 1 年期 MLF 利率倒挂约 30BP 已经持续了一个月，其中隐含了降息预期，若降息预期不能兑现，则已经隐含的降息预期需要修正。近期由于宽信用的提法，叠加 8 月 PMI 大幅回落，货币宽松不断发酵，但周三市场期待的国常会再提降准的期待已然落空，同时用再贷款这类定向工具替代降准等全面宽松工具可以保证资金精准流向困难实体企业，避免从中间环节流向金融市场。这有助于助力经济企稳和刺激实体需求，若后续经济数据有所好转，则宽松来临的时点可能继续延后。目前可观测的最近降准降息时点为月中的 MLF 续作，若 8 月经济数据未如预期般明显回落，则降息预期可能再度落空。目前市场对于降息降准的预期已经过满，这是一个危险的信号。

图 3.1 存单利率与 MLF 利率持续倒挂

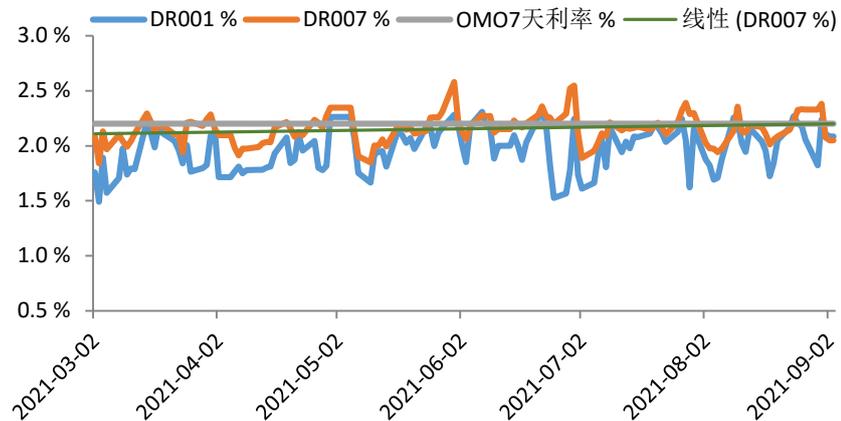


资料来源：Wind 资讯 南华研究

### 3.3 资金面不容乐观

跨月后资金面略有好转，7 天期银存间质押式回购利率降至 2.1% 以下，隔夜降至 2.0% 以下。周内地方债供给非常低，周净融资金量转负，使得短期资金面转松。央行跨月后重回地量逆回购，周内回收上月末公开市场额外投放的资金量，央行的操作仍是保持稳健，暂时没有进一步宽松的迹象。我们认为，短期资金宽松主要得益于供给的缺失，后续随着供给加速，资金面也将面临扰动。

图 3.2 市场利率始终围绕政策利率波动



资料来源：Wind 资讯 南华研究

## 第4章 策略建议

### 4.1 保持做多基差

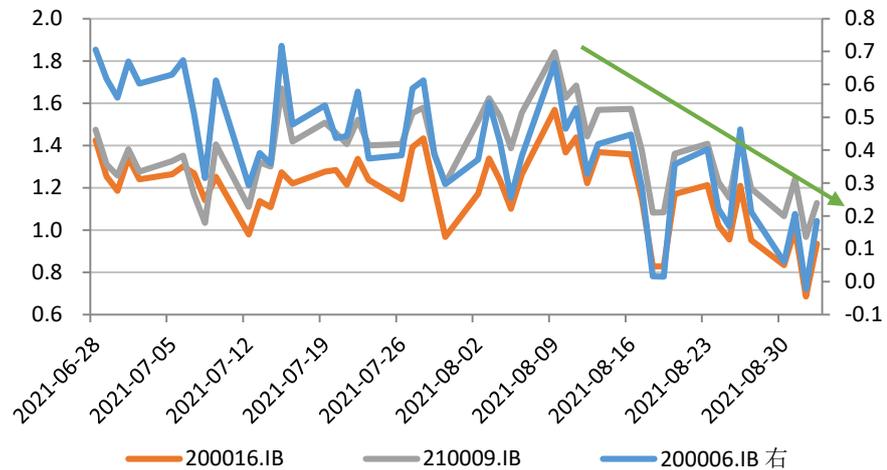
过去一周，国债期货合约活跃券基差全数回落。由于期货没有票息收益，当前时期持有期货端多头相较于现货端会损失近3个月的票息，通常为了补偿票息损失，当季合约的期货多头通常可以从期货端获得净价收益，远月合约价格会更便宜。故移仓换月后基差通常会先走升，本次换月后基差却反常的继续收敛。主要是由于目前市场情绪已经不理智，降息预期过满，许多投机盘在期货端进行博弈。目前过低的基差是很难长期维持的，不理智的市场情绪也意味着套利机会的存在。考虑到9月供给压力仍大，降息降准预期落空的话，预期差也会带来回调。逻辑上和统计上做多基差都有更高胜率。但市场短期仍在博弈货币宽松，基差可能会面临一定波动，做多基差策略需要能忍受一定回撤。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	2021/9/2	2021/8/27	基差变动
10年 (T2112)	200006. IB	0.1844	0.2125	-0.0281
	200016. IB	0.9362	0.9519	-0.0158
	210009. IB	1.1281	1.1964	-0.0682
5年 (TF2112)	210012. IB	0.2950	0.3168	-0.0218
	190007. IB	1.3230	1.3975	-0.0745
2年 (TS2112)	200014. IB	0.2350	0.2605	-0.0255
	200009. IB	(0.0178)	0.0191	-0.0369

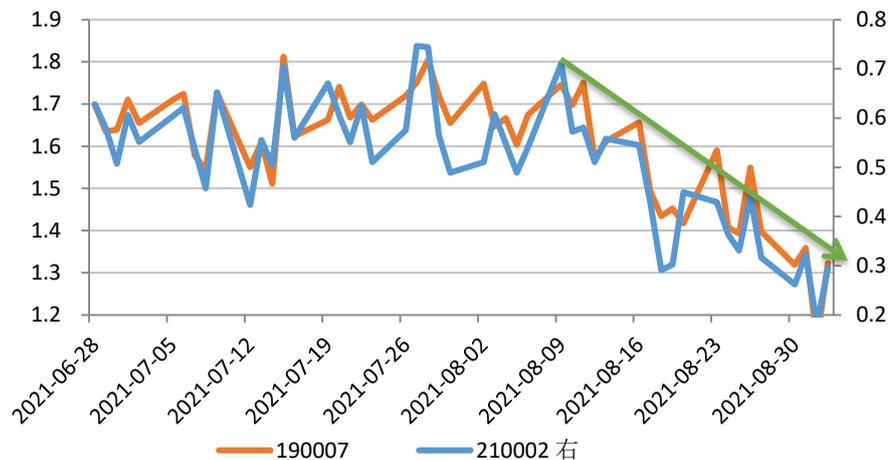
资料来源：Wind 资讯 南华研究

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

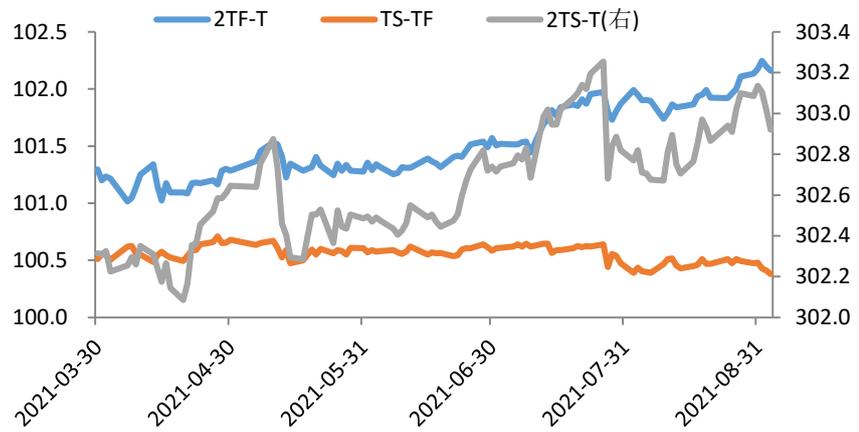


资料来源: Wind 资讯 南华研究

## 4.2 保持做平曲线策略

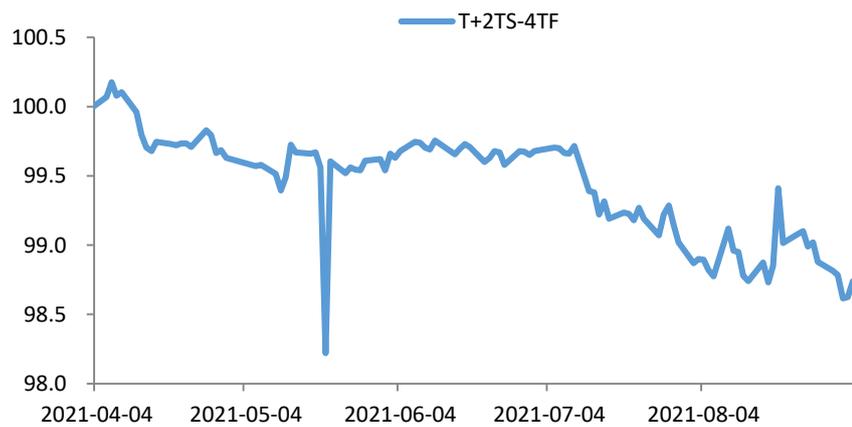
过去一周, 国债期货整体走升, 长端表现更强, 收益率曲线走平。PMI 数据明显回落, 经济悲观预期发酵, 使得债市走升, 长端受益更多。由于前期宽松预期已经被 Price in, 近期短端收益率下行乏力, 后续供给加速逐渐冲击流动性也会使得短端调整幅度更大, 逻辑上收益率预计走平。加上目前收益率曲线过陡, 2TF-T 处于过去一年历史 94%分位水平, 做平曲线胜率更高, 而 TS-TF 处于历史 1%分位的极端水平。从统计逻辑来看, 目前期货市场跨品种之间存在蝶式套利机会。策略上, 保持做平曲线, 推荐 T-2TF, 也可以尝试做蝶式套利, 推荐多 T 多 2TS 空 4TF。

图 4.3 2TF-T 处于历史 99%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	100.300	0.42%
	T2203.CFE	99.980	0.42%
5年期国债期货	TF2112.CFE	101.230	0.23%
	TF2203.CFE	100.950	0.25%
2年期国债期货	TS2112.CFE	100.805	0.06%
	TS2203.CFE	100.680	0.07%
价差数据		价差	周涨跌
跨期价差	T2112-T2203	0.320	0.00
	TF2112-TF2203	0.280	-0.02
	TS2112-TS2203 右	0.125	-0.02
跨品种价差	2TS-T	302.920	-0.18
	2TF-T	102.160	0.05
	TS-TF	100.450	-0.05
现券收益率		周四收盘价	周涨跌
国债收益率	1Y国债	2.287%	-0.27 BP
	2Y国债	2.470%	-4.01 BP
	3Y国债	2.534%	-2.40 BP
	5Y国债	2.648%	-7.38 BP
	7Y国债	2.833%	-2.73 BP
	10Y国债	2.859%	-1.50 BP
国开收益率	1Y国开	2.361%	3.93 BP
	3Y国开	2.734%	-0.36 BP
	5Y国开	3.021%	4.75 BP
	7Y国开	3.162%	0.19 BP
	10Y国开	3.194%	0.98 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	2.963%	10.37 BP
	TF2112.CFE	2.733%	8.51 BP
	TS2112.CFE	2.574%	10.42 BP
资金利率		最新价	周涨跌
银行间质押回购利率	R001	2.084%	3.21 BP
	R007	2.050%	-30.79 BP
	R014	2.030%	-30.84 BP
SHIBOR利率	SHIBOR1M	2.051%	-0.50 BP
	SHIBOR3M	2.310%	0.20 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](http://www.nanhua.net)

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点