



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

债市无需过于悲观

摘要

节后由于全球能源危机推动通胀预期大幅升温，债市恐慌性回调，随后重回震荡。目前支持空头的两大因素为通胀持续高涨和宽信用持续发酵，我们分别来看：

通胀分化加剧，但货币不紧。当前经济逐渐走向“滞胀”，以往的“滞胀”往往还伴随着货币的收紧，这也是“滞胀”格局下债市通常走熊的主要原因。但这次不太一样，目前收紧货币弊远大于利。由于通胀并不直接影响债市，而是通过影响货币政策而间接影响债市，如果通胀不会倒逼货币政策收紧，那么对债市的影响就是偏短期的、情绪性的冲击。

信用难宽，利空有限。近期监管层频频表态引导宽信用，但从社融、企业中长贷以及企业票据融资利率等多方面来看，宽信用都还远远没有到来。四季度在政府债发行的支撑下，社融预计企稳，但地产稳而不松、基建托而不举，当前宽信用缺乏抓手，预计社融后续难有大的改善。接下来更可能是稳信用而非宽信用，对债市的利空有限。

货币结构性宽松。引导宽信用、帮扶实体、保就业，这些都要求宽松的货币政策，但央行对于经济下行的容忍度明显提升，短期经济偏弱并未传导至货币端。中长期来看，经济持续疲软，需求难振、信用难宽，货币有望转松。

总体来看，没有进一步的宽松之前，债市很难大涨，但短期利空也相对有限，本轮通胀不大会导致货币收紧，而信用难宽，债市并未转向，调整空间有限。债市上下两难，保持区间震荡为主。策略上，继续调整将带来波段操作机会，逢回调可试多。

● 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 合约基差周盈利 0.09 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 0.09 元，蝶式套利 (T+2TS-4TF) 周盈利 0.085 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 结构化通胀加剧.....	5
2.2 信用仍紧.....	6
2.3 出口继续超预期.....	8
第 3 章 货币与资金.....	9
3.1 央行调查问卷显示货币宽松有必要加码.....	9
3.2 资金面保持紧平衡.....	10
第 4 章 策略建议.....	10
4.1 基差变动不大.....	10
4.2 保持做平曲线策略.....	12
免责声明.....	14

表目录

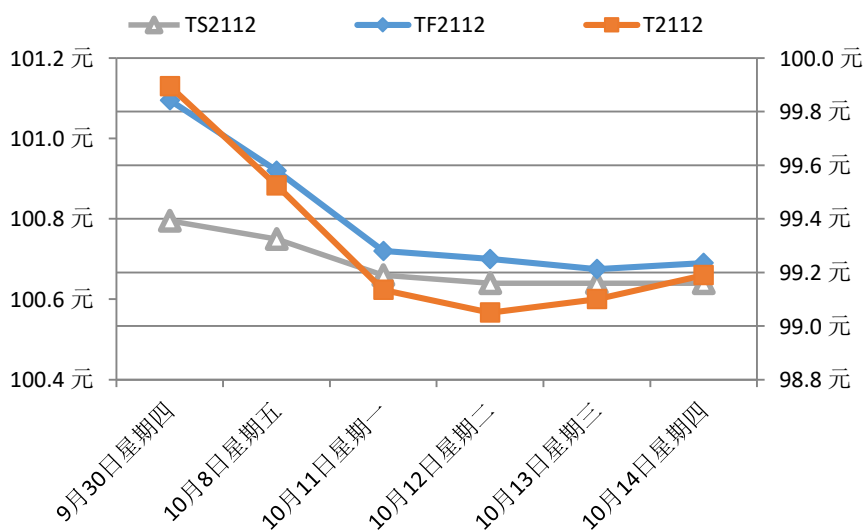
图 1.1 国债期货跌势暂缓	4
图 2.1 剪刀差继续走扩	6
图 2.2 社融存量增速连续 7 个月走低	7
图 2.3 企业中长贷明显低于去年同期	7
图 2.4 M1 明显回落，企业购销偏冷	8
图 2.5 出口超预期	8
图 2.6 汽车、箱包表现强劲	9
图 3.1 资金面基本平稳	10
图 4.1 T2112 合约活跃券基差	11
图 4.2 TF2112 合约活跃券基差	11
图 4.3 2TF-T 处于历史 90%分位附近	12
图 4.4 存在蝶式套利机会	12
 表格 1 过去一周基差变动回顾（12 合约）	10
表格 2：上周数据统计	13

第1章 行情回顾与展望

1.1 本周债市行情回顾

节后债市大幅调整，首两个工作日下跌超 0.8 元。原因以下几点：一是债市盘整太久，货币宽松迟迟盼不来，债市涨不动，市场信心受挫。二是全球能源危机之下，煤、油、气、电价格均大幅走升，大宗商品非常强势，通胀担忧明显升温。三是节后大额净回笼，市场对于后续资金面担忧升温。多重利空叠加下债市明显回调。但太快的调整也使得利空很快被消化，本周后四天债市窄幅震荡。截至周五，T2112 收为 99.14，较节前跌 0.76%，十债活跃券 210009 收益率升至 2.95% 上方。

图 1.1 国债期货跌势暂缓



资料来源：Wind 资讯 南华研究

1.2 行情展望

节后由于全球能源危机推动通胀预期大幅升温，债市恐慌性回调，但随后市场情绪逐渐冷静，加上基本面数据继续弱势，债市跌势暂缓，重回窄幅震荡。债市还有很大的调整压力吗？目前支持空头的两大因素为通胀持续高涨和宽信用持续发酵，我们下面分别来看：

通胀分化加剧，但货币不紧。当前经济逐渐走向“滞胀”，以往的“滞胀”往往还伴随着货币的收紧，这也是“滞胀”格局下债市通常走熊的主要原因。但这次不太一样，因为当前需求非常差，CPI 很低，PPI 高涨也主要是供给端的因素，此时如果收紧货币可能会使得 CPI 进一步下行，中下游企业生存压力更大，可能导致部分中小企业倒闭，就业岗位减少，这不仅会导致经济下行还可能影响到民生。因此，结构性货币宽松是目前的最优解。由于通胀并不直接影响债市，而是通过影响货币政策而间接影响债市，如果通胀不会倒逼货币政策收紧，那么对债市的影响就是偏短期的、情绪性的冲击。

信用难宽，利空有限。由于今年财政后置，四季度供给预计会明显高于历史同期，将会成为四季度社融的一项助力。但人民币贷款偏弱且企业中长贷弱、票据强，体现了信用整体偏紧、实体需求不振。M1 的大幅回落表明企业购销活动偏冷，企业资金活化度降低，实体经济活力下降。9 月社融-M2 差连续五个月回落，紧信用局面自去年 10 月开始，目前已经持续了一年。近期监管层频频表态引导宽信用，但从社融、企业中长贷以及企业票据融资利率等多方面来看，宽信用都还远远没有到来。由于过高的 PPI 限制货币政策宽松幅度，而小幅结构性宽松对于宽信用的助力暂时成效不显著。同时，房地产限购限贷不太可能放开，稳楼市可能更多会从放贷速度和贷款利率方面着手。四季度在政府债发行的支撑下，社融预计企稳，但地产稳而不松、基建托而不举，当前宽信用缺乏抓手，预计社融后续难有大的改善。接下来更可能是稳信用而非宽信用，对债市的利空有限。

货币结构性宽松。从近期的会议上可以看出，保民生保就业的重要性不断提升，引导宽信用的态度非常明显，对于通胀仍处于关注但不采取行动的阶段。引导宽信用、帮扶实体、保就业，这些都要求宽松的货币政策，当前货币转向的概率极小，结构性通胀对于货币的制约相对有限。从近期央行公布的三季度例行调查问卷来看，三季度企业家和银行家的经济热度指数均回落，企业经营和盈利指数均走弱，居民收感受指数和信心指数均下降。目前企业盈利被挤压，经营压力增加，银行经营效益也不太理想，居民收入和就业感受均回落，后续投资消费仍有下行压力，需要更进一步的宽松政策来刺激需求。但央行对于经济下行的容忍度明显提升，短期经济偏弱并未传导至货币端。短期虽然降准的窗口期尚未关闭，但缺乏催化剂，降准到来的概率不大，短期宽松还是以结构性为主。中长期来看，经济持续疲软，需求难振、信用难宽，货币有望转松。

总体来看，没有进一步的宽松之前，债市很难大涨，但短期利空也相对有限，本轮通胀不大会导致货币收紧，而信用难宽，债市并未转向，调整空间有限。债市上下两难，保持区间震荡为主。策略上，继续调整将带来波段操作机会，逢回调可试多。

第2章 热点解读

2.1 结构化通胀加剧

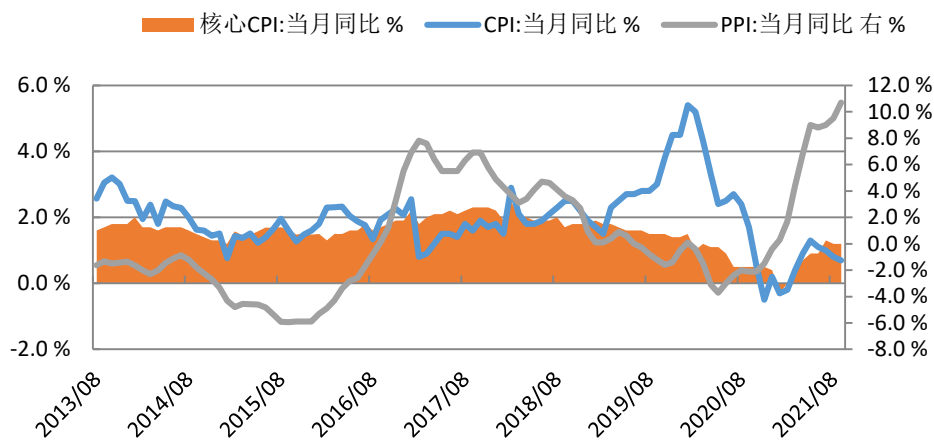
9 月 CPI 同比增长 0.7%，较上月回落 0.1pct，同比少增 1.0pct。CPI 不及预期主因仍在食品端，食品项同比-5.2%，9 月猪肉同比-46.9%是 CPI 的主要拖累项。目前猪肉批发价继续走低，生猪期货在收储消息影响下出现反弹，但养猪户亏损才 4 个月左右，能繁母猪淘汰率还不高，产能去化尚不充分，猪周期还没迎来拐点，预计后续再猪肉价格的拖累下 CPI 将保持低位。9 月核心 CPI 则保持在 1.2%，较前值持平，同比+0.7pct。核心 CPI 略强于 CPI，但整体涨价压力不大。

但 PPI 方面的涨价压力非常巨大，9 月 PPI 同比增长 10.7%，创历史新高，同比多增 12.8pct。9 月国内开展能耗双控，多数工业企业被波及，限电停产时有发生，生产端受到明显冲击，产能下滑也进一步推升 PPI，煤炭行业领涨，高能耗行业涨幅扩大。同时，海外能源危机也火上浇油，原油、燃气及相关产业链价格大幅走升，输入性通胀进一步加重 PPI 的压力。目前 CPI-PPI 剪刀差进一步走扩，导致中下游企业利润被持续挤压，其扩大

投资的能力受限，也会反过来影响整个制造业的链条，社会融资需求不足，经济复苏过慢。

当前经济逐渐走向“滞胀”，以往的“滞胀”往往还伴随着货币的收紧，这也是“滞胀”格局下债市通常走熊的主要原因。但这次不太一样，因为当前需求非常差，CPI 很低，PPI 高涨也主要是供给端的因素，此时如果收紧货币可能会使得 CPI 进一步下行，中下游企业生存压力更大，可能导致部分中小企业倒闭，就业岗位减少，这不仅会导致经济下行还可能影响到民生。因此，结构性货币宽松是目前的最优解。

图 2.1 剪刀差继续走扩

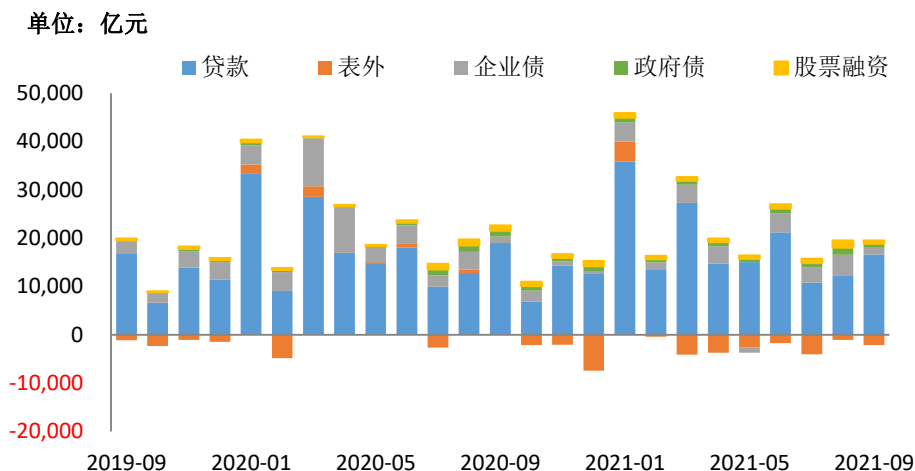


资料来源：Wind 资讯 南华研究

2.2 信用仍紧

9 月社融增长 29000 亿元，同比少增 5693 亿元，存量同比增长 10.0%，较前月回落 0.3pct。其中，新增人民币贷款 16600 亿元，同比少增 2400 亿元；表外融资为 -2136 亿元，同比少增 2163 亿元；新增政府债券 8109 亿元，同比少增 2007 亿元。从分项数据可以明显看出，本次社融回落是由信贷、表外和政府债共同导致的。而由于今年财政后置，四季度供给预计会明显高于历史同期，将会成为四季度社融的一项助力。但人民币贷款偏弱更多体现了实体融资需求不振，可能不会有较快好转。

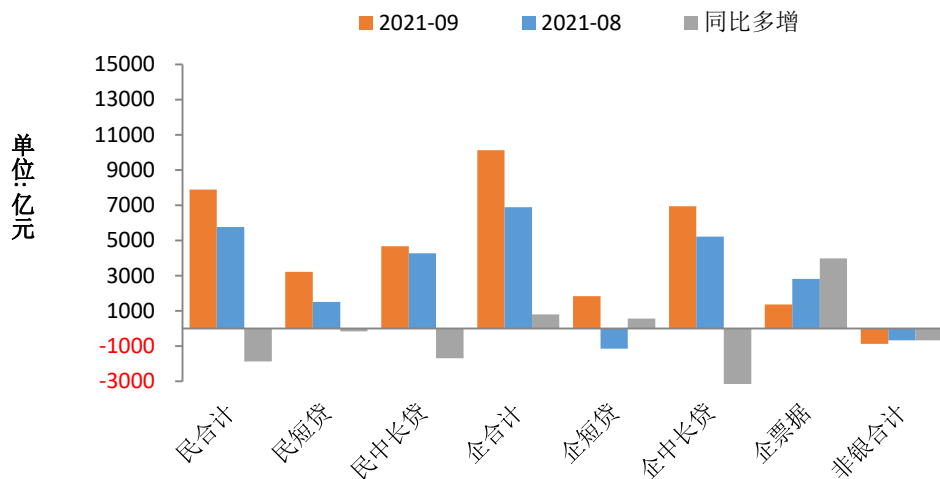
图 2.2 社融存量增速连续 7 个月走低



资料来源：Wind 资讯 南华研究

贷款结构来看，居民和企业中长贷均明显低于去年同期，这是信贷偏弱的主要原因，企业票据融资则保持高增，说明银行存在用票据冲抵贷款规模的行为。通常，企业中长贷与信用形势较为一致，而企业票据则是一个反向指标，企业中长贷弱、票据强体现了信用整体偏紧、实体需求不振。

图 2.3 企业中长贷明显低于去年同期

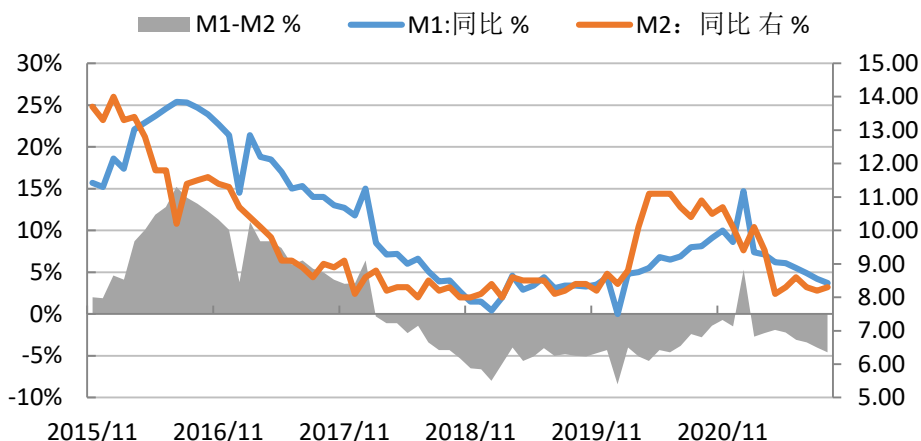


资料来源：Wind 资讯 南华研究

9 月 M2 同比增长 8.3%，同比少增 2.6pct，M1 同比 3.7%，同比少增 4.4pct。M1 的大幅回落表明企业购销活动偏冷，M2-M1 分化加剧说明实体企业存款向非银转移，企业资金活化度降低，实体经济活力下降。9 月社融-M2 剪刀差降至 1.7%，环比回落 0.4pct，同比回落 0.9pct，社融表现弱于 M2 说明目前信用相对货币更紧，实体资金需求弱于央行资金供给。紧信用局面自去年 10 月开始，目前已经持续了一年。近期监管层频频表态引导宽信用，但从社融、企业中长贷以及企业票据融资利率等多方面来看，宽信用都还远远没有到来。由于过高的 PPI 限制货币政策宽松幅度，而小幅结构性宽松对于宽信用的助力暂时成

效不显著。房地产限购限贷不太可能放开，稳楼市可能更多会从放贷速度和贷款利率方面着手。四季度在政府债发行的支撑下，社融预计企稳，但地产稳而不松、基建托而不举，当前宽信用缺乏抓手，预计社融后续难有大的改善。

图 2.4 M1 明显回落，企业购销偏冷

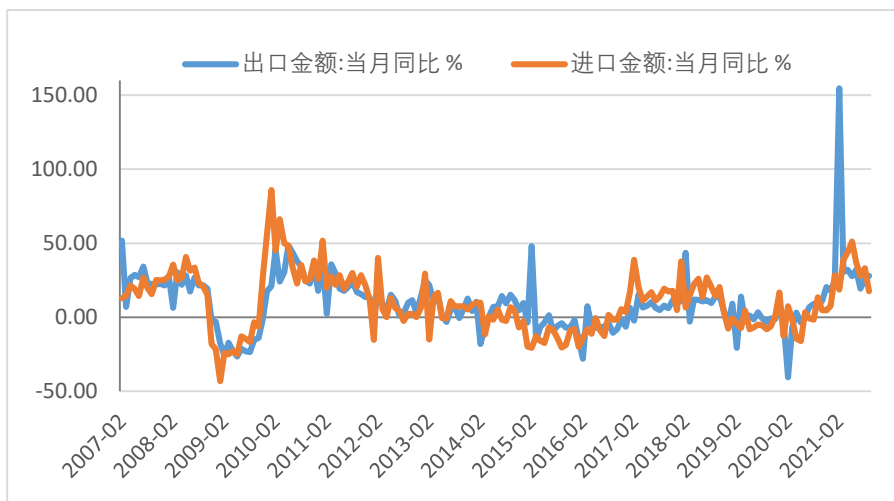


资料来源：Wind 资讯 南华研究

2.3 出口继续超预期

9 月出口 3057.4 亿美元，再创历史新高，同比增长 28.1%（前值 25.6%），两年平均增长 18.35%，出口数据继续超预期。其中，对美出口增速最高，为 30.56%，对欧盟出口也高达 28.61%。近期中美频频对话，贸易关系缓和，有利于对美出口。9 月进口 2389.8 亿美元，同比增长 17.6%（前值 33.1%），同比增速较前值明显回落，主要是受基数因素影响。

图 2.5 出口超预期

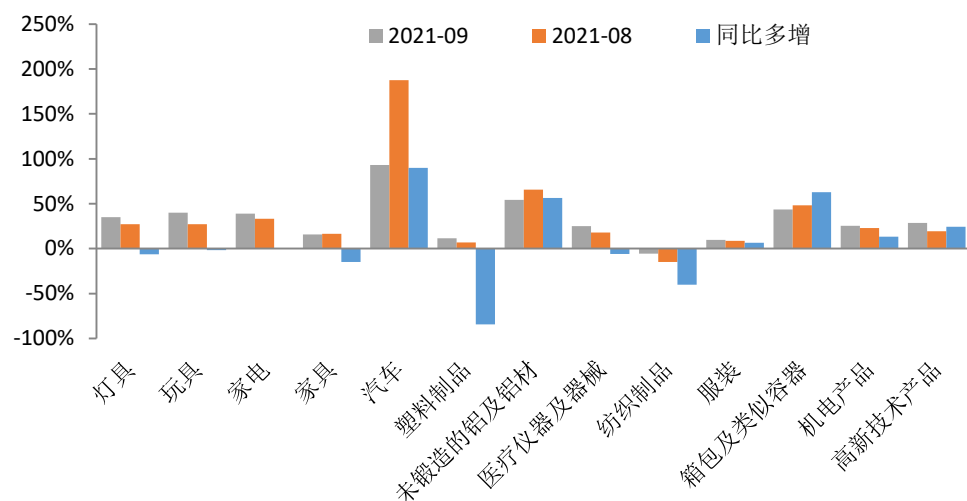


资料来源：Wind 资讯 南华研究

分商品来看，与去年相比，汽车、箱包、铝材、高新技术产品表现较强，分别同比多

增 90.1%、62.7%、56.3%和 24.3%，塑料和纺织制品表现较差。出口高增有一部分是源于价格上涨，其中，肥料、钢材、手机、油、家电等商品的出口金额增速远超出口数量增速，说明出口高增更多受益于通胀。

图 2.6 汽车、箱包表现强劲



资料来源：Wind 资讯 南华研究

出口数据保持高增主要原因是外需强劲叠加全球通胀升温。高新技术产品表现优异，汽车持续高增，说明我国产业升级有一定成果。后续海外供应链逐渐恢复，出口可能小幅回落，但如果中美关税问题解决，对美出口比重可能进一步增加。

第3章 货币与资金

3.1 央行调查问卷显示货币宽松有必要加码

我国货币政策是多目标制的，目标冲突时会相机抉择。要预测央行的政策方向，找到当前央行最重视的目标是至关重要的。从近期的会议上可以看出，央行保民生保就业的重要性不断提升，引导宽信用的态度非常明显，对于通胀仍处于关注但不采取行动的阶段。引导宽信用、帮扶实体、保就业，这些都要求宽松的货币政策，当前货币转向的概率极小，结构性通胀对于货币的制约相对有限。

从近期央行公布的三季度例行调查问卷来看，三季度企业家和银行家的经济热度指数均回落，银行家的感受更差，主要是由于实体信贷需求疲软、地产融资收紧等原因，这也体现了当前信用局势较为严峻；企业经营和盈利指数均走弱，体现了上游原材料端价格持续走升对于企业利润的挤压；目前居民收入水平偏低，居民收感受指数和信心指数均下降，居民储蓄意愿上升、投资消费意愿下降，消费需求不佳。目前企业盈利被挤压，经营压力增加，银行经营效益也不太理想，居民收入和就业感受均回落，后续投资消费仍有下行压力，需要更进一步的宽松政策来刺激需求。

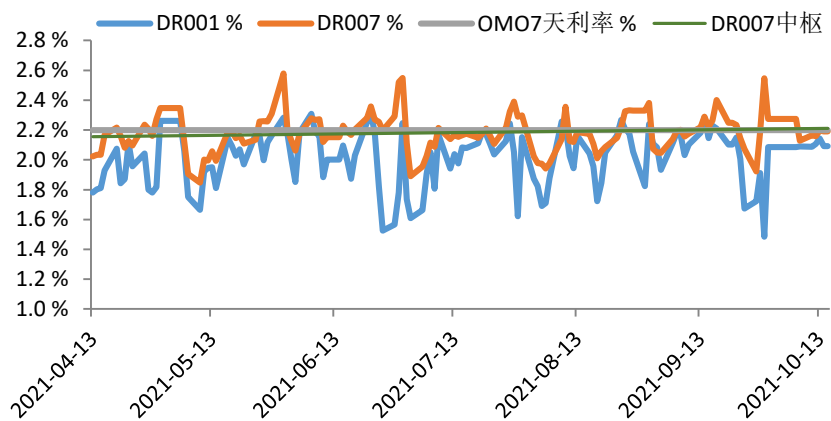
但由于今年我国 GDP 目标只有 6%，达成毫无难度，加上央行货币政策转向跨周期调节，对于经济下行的容忍度明显提升。短期经济偏弱并未传导至货币端，央行定力十足，希望保留货币子弹到更关键的时候再用。从目前央行操作来看，逆回购重回 100 亿地量操

作，MLF 等量续作对冲，货币保持不松不紧，流动性保持不缺不溢。短期虽然降准的窗口期尚未关闭，但缺乏催化剂，降准到来的概率不大。短期宽松还是以结构性为主，以支小再贷款、绿色贷款或其他新型工具的概率更大。中长期来看，经济持续疲软，需求难振、信用难宽，货币有望转松。

3.2 资金面保持紧平衡

节后央行重回百亿地量逆回购，公开市场持续净回笼，节后共回笼资金 7800 亿元，大额净回笼也使得资金面出于紧平衡局势。DR001 周内中枢上移至 2.1% 上方，但 DR007 基本位于历史均值水平，R007-DR007 小幅走升至 62BP。央行持续大额净回笼资金符合以往惯例，即节前投放的资金节后迅速收回，不让市场上的钱溢出来，但对于市场情绪仍会有短期的冲击。由于近期地方债发行速度并未加快，市场资金需求不强，央行放水的必要性也不大，央行这么操作是非常合理的。节前我们也在周报中提示过节后央行回笼资金可能带来资金面的小幅收敛。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，若税期和供给明显冲击资金面，央行有足够的工具进行对冲，目前央行对于市场流动性的把控非常精准，不需要过于担心后续资金面。

图 3.1 资金面基本平稳



资料来源：Wind 资讯 南华研究

第4章 策略建议

4.1 基差变动不大

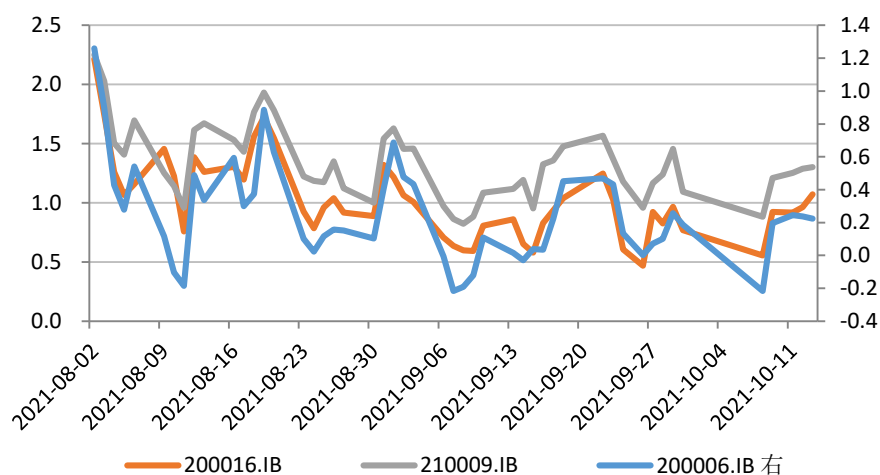
过去一周，国债期货合约活跃券基差涨跌互现，整体变动不大。节后由于全球能源危机发酵，债市经历了两天大幅回调，但调整来去匆匆，并未带来大量套保盘，对于基差助力有限。两天大幅调整基本将利空消化掉，后续债市调整概率下降，基差可能不会快速走升。但过低的基差水平继续做空胜率较小，做多基差胜率高、赔率低。操作上，保持做多 T2112 合约基差 200006。

表格 1 过去一周基差变动回顾（12 合约）

合约	品种	2021/10/14	2021/10/8	基差变动
10年 (T2112)	200006. IB	0.1382	0.1965	-0.0583
	200016. IB	0.9004	0.9233	-0.0229
	210009. IB	1.2067	1.2086	-0.0019
5年 (TF2112)	210002. IB	0.2222	0.3143	-0.0920
	190007. IB	0.3495	0.3162	0.0333
2年 (TS2112)	200014. IB	0.2378	0.1877	0.0501
	200009. IB	0.0423	0.0152	0.0271

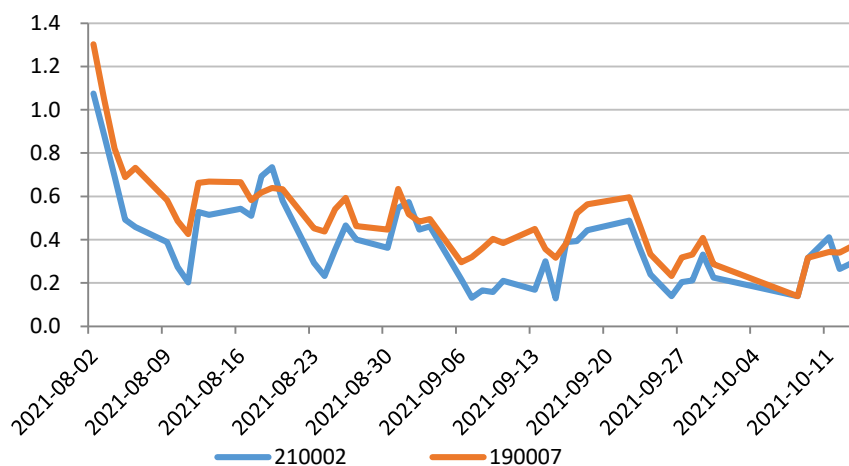
资料来源: Wind 资讯 南华研究

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

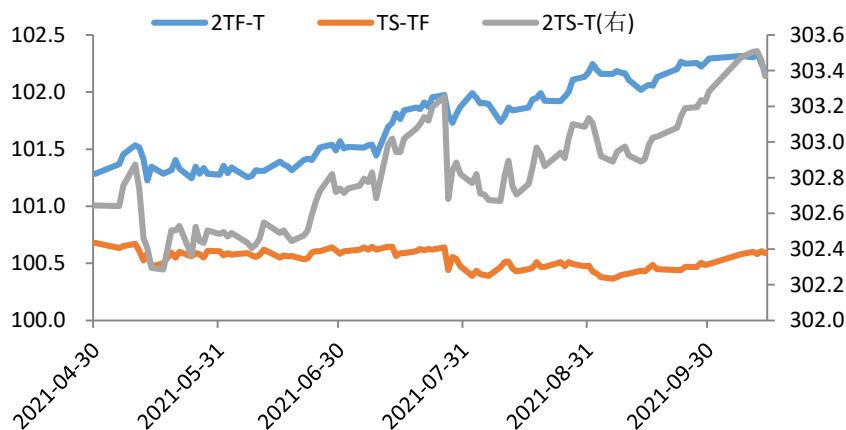


资料来源: Wind 资讯 南华研究

4.2 保持做平曲线策略

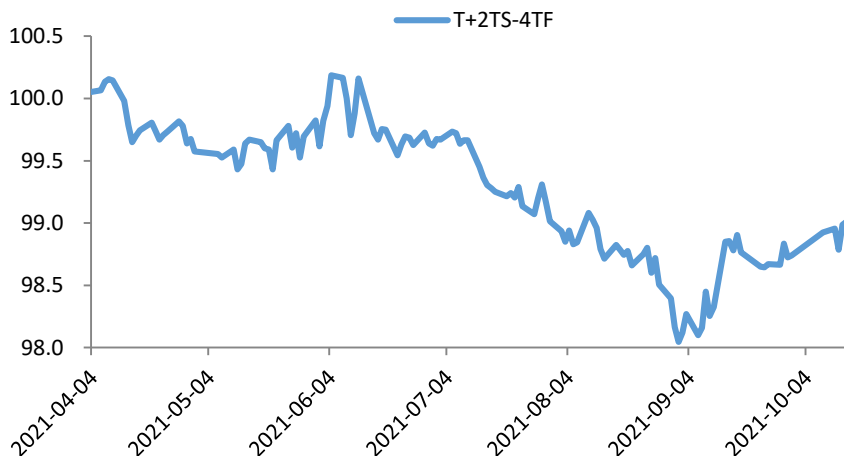
过去一周，国债期货明显回落，十年期表现更强。我们推荐的做平曲线策略周盈利 0.09 元，蝶式套利策略周盈利 0.085 元。两天剧烈调整后债市重归震荡，目前来看央行定力依然很足，短期并无大幅宽松意愿，资金面可能保持紧平衡，加上经济数据仍然很差，预计十年期会表现更强。同时，目前 2TF-T 处于过去一年历史 91%分位水平，做平曲线胜率更高，而 TS-TF 处于历史 23%分位水平。从统计逻辑来看，目前期货市场跨品种之间存在蝶式套利机会。策略上，保持做平曲线，推荐 T-2TF，也可以尝试做蝶式套利，推荐多 T 多 2TS 空 4TF。

图 4.3 2TF-T 处于历史 90%分位附近



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	99.190	-0.34%
	T2203.CFE	98.880	-0.32%
5年期国债期货	TF2112.CFE	100.690	-0.23%
	TF2203.CFE	100.405	-0.24%
2年期国债期货	TS2112.CFE	100.640	-0.11%
	TS2203.CFE	100.520	-0.13%
价差数据		价差	周涨跌
跨期价差	T2112-T2203	0.310	-0.02
	TF2112-TF2203	0.285	0.02
	TS2112-TS2203	0.120	0.03
跨品种价差	2TS-T	303.390	0.09
	2TF-T	100.600	-0.09
	TS-TF	99.010	0.09
现券收益率		周五收盘价	周涨跌
国债收益率	1Y国债	2.342%	0.96 BP
	2Y国债	2.570%	4.99 BP
	3Y国债	2.623%	10.66 BP
	5Y国债	2.795%	8.54 BP
	7Y国债	2.928%	7.80 BP
	10Y国债	2.953%	7.64 BP
国开收益率	1Y国开	2.418%	2.90 BP
	3Y国开	2.894%	12.83 BP
	5Y国开	3.065%	9.62 BP
	7Y国开	3.239%	9.29 BP
	10Y国开	3.263%	8.09 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	3.101%	14.88 BP
	TF2112.CFE	2.850%	5.49 BP
	TS2112.CFE	2.661%	9.15 BP
资金利率		最新价	周涨跌
银行间质押回购利率	R001	2.092%	0.35 BP
	R007	2.190%	6.88 BP
	R014	2.286%	24.44 BP
SHIBOR利率	SHIBOR1M	2.145%	-1.78 BP
	SHIBOR3M	2.358%	-0.28 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