



2021年11月26日

## 关于多头低赔率的潜在风险

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

高翔 分析师

投资咨询从业资格: Z0016413

gaoxiang@nawaa.com

0571-89727506

### 日内行情

国债期货周五早盘高开，全天偏强震荡，尾盘大幅收涨。具体来看，十年期主力合约 T2203 上行 0.25%，五年期合约 TF2203 上涨 0.14%，两年期主力 TS2203 上涨 0.05%。现券方面，截至尾盘，10 年期活跃券 210009 收益率下行 2.3bp 报 2.8625%，1 年期现券 210016 下跌 1bp 报 2.235%。

公开市场有 500 亿逆回购到期，央行开展 1000 亿逆回购，当日净投放资金 500 亿元。资金利率走势出现分歧，银行间 7 天期保持平稳、隔夜明显下行，而交易所隔夜质押回购利率大幅上行，已经来到 2.6% 附近。月末资金缺口之下，银行间与交易所出现资金分层属于正常情况，央行公开市场持续净投放呵护市场流动性，预计平稳跨月压力不大。

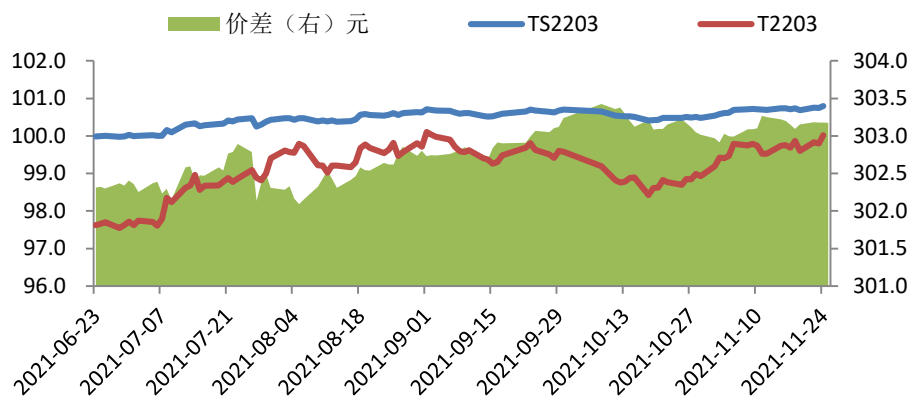
本周以来利率在宽松预期的助推之下保持强势，截至周五收盘已经降至 2.9% 以下，逼近 7 月降准落地之后的低点。根据对市场舆论的观察来看，三季度货政报告中删去“总闸门”等措辞以及海外机构认为 LPR 自发调降是影响预期的主要来源，而后者已经被证伪。理性来看，三季度货政报告尽管释放了宽松的信号，但具体时点仍不明朗，且短期宽松的概率并不大。然而，在市场缺乏明确方向的混沌期，预期的攀升足以成为利率下行的力量。当前时点的情况与八月有些相似，预期先行和已经行至低位的利率，如果跟随宽松情绪的逻辑成为多头，需要面对预期落空以及低赔率所带来的风险。事实上报告中对于宽信用以及稳定信贷增速的描述要更多，加上周三国常会提到要发挥专项债资金带动社会资金的作用，宽信用预期也存在升温的可能，当前时点多头性价比不高，建议暂时观望。

2021年11月26日

## 关于多头低赔率的潜在风险

### 策略追踪

2TF-T 跨品种价差表现



资料来源: Wind 资讯 南华研究

过去一周, 国债期货震荡回落。由于社融数据企稳叠加通胀预期升温, 十年期调整更多从现券来看, 当前 10Y-1Y 利差约为 60BP, 位于过去一年的 37%分位附近, 10Y-2Y 利差约为 42BP, 位于过去一年的 60%分位水平附近, 期限利差整体升高。期货方面, 2TF-T 位于过去半年 90%分位附近, 2TS-T 位于过去半年 96%分位附近。由于四季度货币政策继续宽松的概率较低, 短端债市的想象空间有限, 而经济弱势格局还会持续一段时间, 可能会更利多长端债市, 我们预计长端会表现更强, 但是在经济回落不会带来货币宽松的当下, 实质利多有限。策略上, 保持小幅做平曲线 (T-2TS 更佳)。

南华期货研究所

翟帅男 分析师

投资咨询从业资格: Z0013395

zaisuai@nawaa.com

0571-87839252

高翔 分析师

投资咨询从业资格: Z0016413

gaoxiang@nawaa.com

0571-89727506

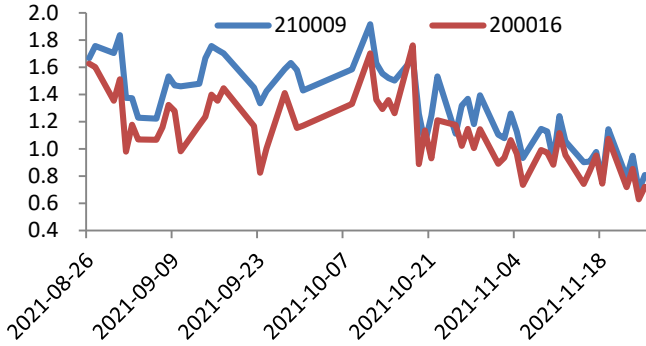
## 今日数据统计

	品种	结算价	涨跌	涨跌幅
2 年期国债期货	TS2112	100.795	-0.005	0.00%
	TS2203	100.820	0.020	0.02%
	TS2206	100.735	0.005	0.00%
5 年期国债期货	TF2112	101.235	0.050	0.05%
	TF2203	101.160	0.055	0.05%
	TF2206	99.890	0.035	0.03%
10 年期国债期货	T2112	100.315	0.090	0.09%
	T2203	100.105	0.085	0.08%
	T2206	99.890	0.085	0.09%
资金利率	Shibor 隔夜	1.788%	0.00 BP	
	Shibor1 周	2.269%	0.00 BP	
	Shibor1 月	2.353%	0.00 BP	
	Shibor3 月	2.482%	0.20 BP	
	Shibor6 月	2.589%	0.00 BP	

	持仓量	较前一日增减	持仓变动 7 天平均日变动
TS	35387	599	23
TF	91018	473	383
T	181287	-569	646

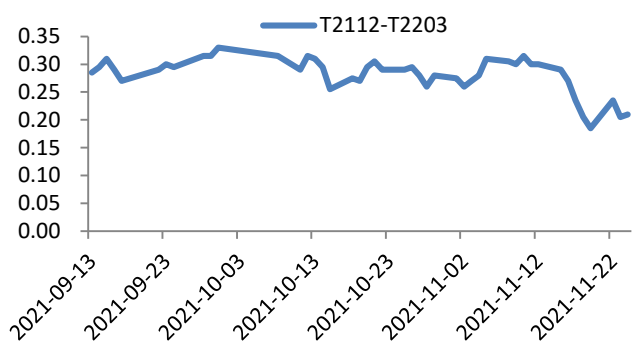
## 基差走势&跨期价差

图 1 主力 T 合约活跃 CTD 基差走势



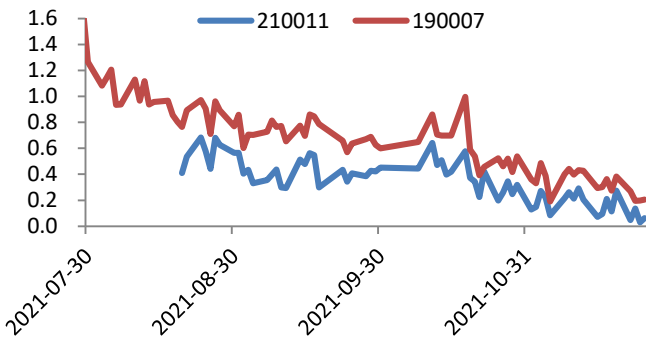
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2 T 合约跨期价差



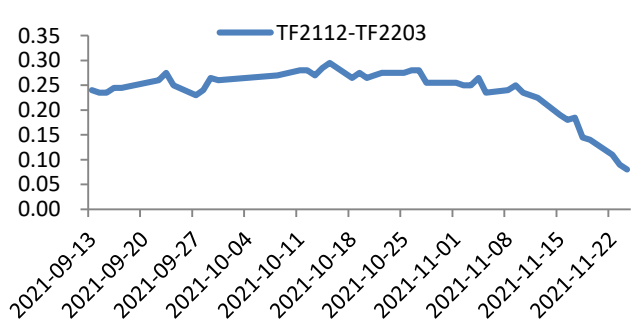
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3 主力 TF 合约活跃 CTD 基差走势



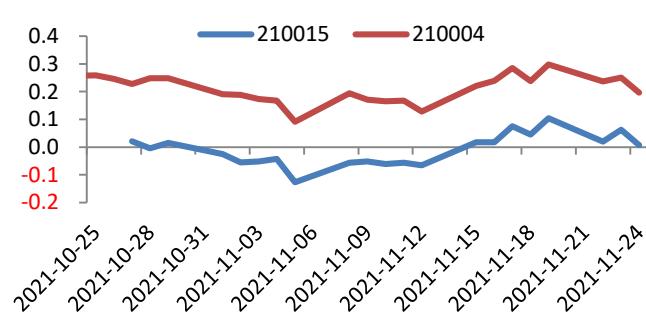
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 4 TF 合约跨期价差



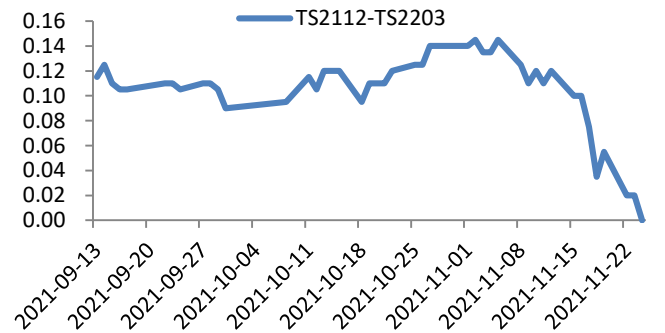
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 5 主力 TS 合约活跃 CTD 基差走势



资料来源: Wind 资讯 南华研究

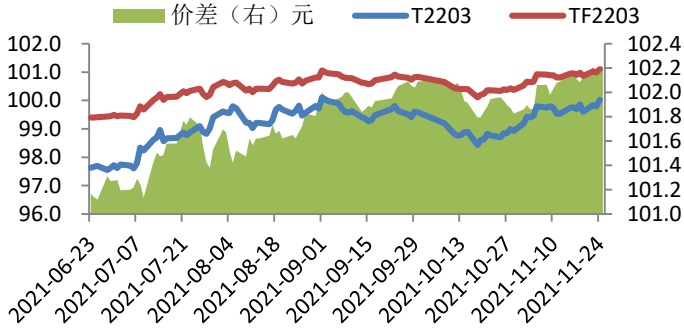
图 6 TS 合约跨期价差



资料来源: Wind 资讯 南华研究

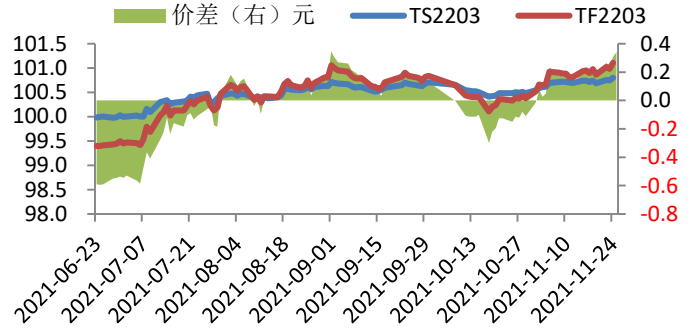
## 期限价差

图 7 TF 与 T 主力合约价差（久期中性）



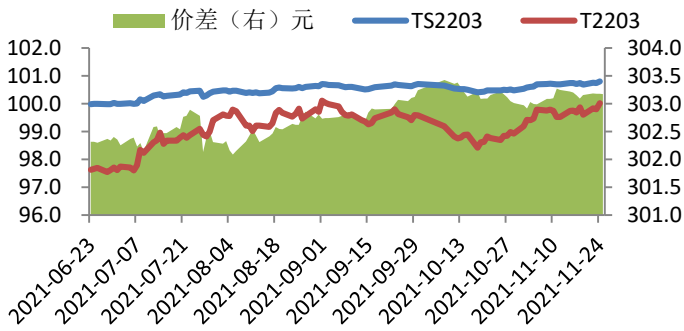
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 8 TF 与 TS 主力合约价差（久期中性）



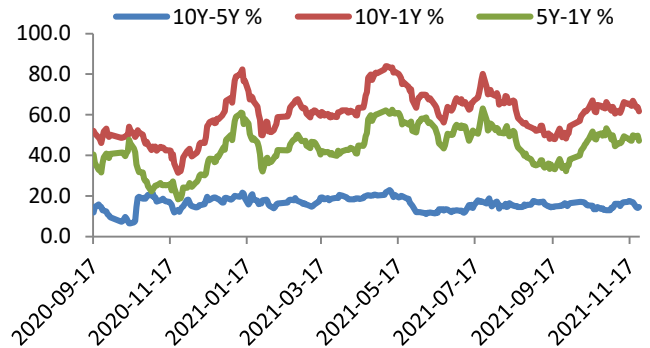
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 9 T 与 TS 主力合约价差（久期中性）



资料来源：Wind 资讯 南华研究

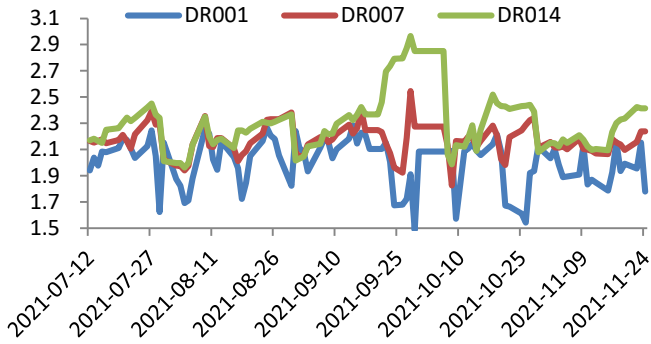
图 10 国债各期限价差



资料来源：Wind 资讯 南华研究

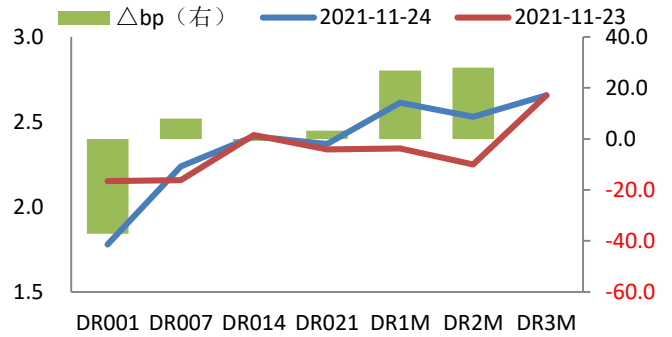
## 资金变动&现券走势

图 11 银行间质押式回购利率变动



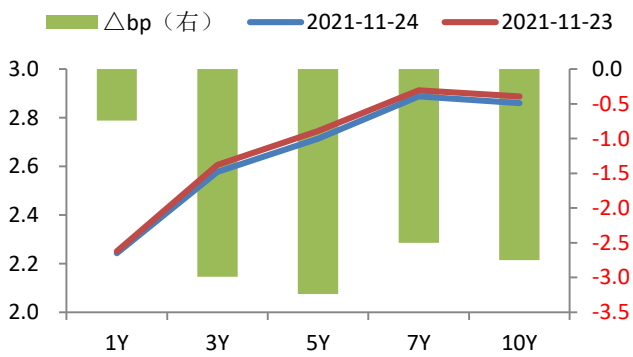
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 12 银行间回购利率日变动



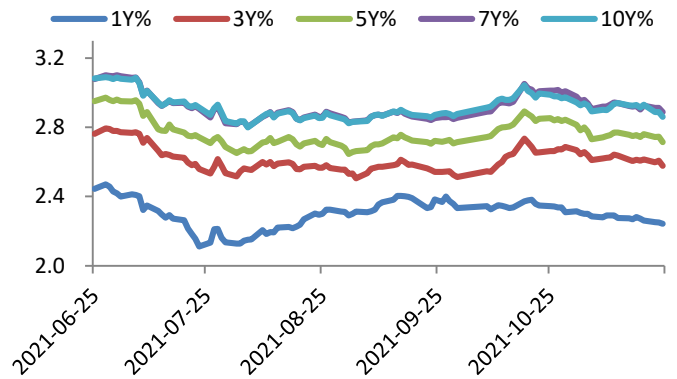
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 13 银行间国债期限结构变动



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 14 银行间国债 YTM 走势



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“南华期货股份公司”，并保留我公司的一切权利。



股票简称：南华期货 股票代码：603093

公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦 邮编：310002

全国统一客服热线：4008888910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)



南华营业网点