



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

上行暂缓，博弈政策空间

摘要

预期来看，近期国内与海外在预期上形成了共振，但方向来说对于国内基本面并不友好，尽管内需亟待提振，但汇率的压力不但制约着政策落地的空间，同时也限制了市场想象的余地。我们曾提示，在基本面认知达成一致后，市场交易的重点或转为对政策预期的博弈，而想象空间的广度无疑与利率上行的空间密切相关。从基本面的实际运转情况来看，出口有远虑、投资仍旧低迷，而此前起到主要拉动的消费项也面临动能衰减的问题，后续国内方面继续关注政策表态。

南华期货研究所

高翔 分析师

投资咨询从业资格：Z0016413

gaoxiang@nawaa.com

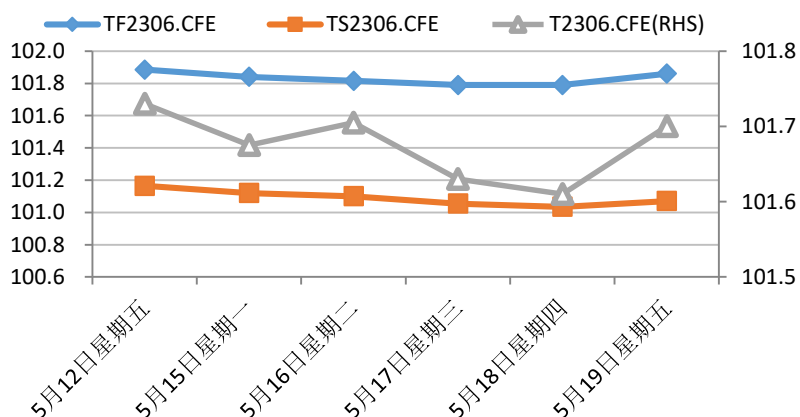
0571-87839252

第1章 行情回顾与展望

1.1. 利率下行突破

本周债券市场小幅回落，国债期货合约整体下行。

图 1.1 本周国债期货走势



资料来源：I find 资讯 南华研究

截至周五收盘，T2306 收为 101.7，较上一周下跌 0.03%；TF2306 收为 101.81，较上周上涨 0.01%；TS2306 收为 101.07，涨幅 0.09%；TL2306 收报 97.24，跌幅 0.08%。现券方面，十年期国债收益率上行 0.86bp 至 2.72%，一年期国债收益率上涨 1.76bp 至 2.06%。

表格 1：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	T2306.CFE	101.700	-0.03%
	T2309.CFE	101.300	0.00%
5年期国债期货	TF2306.CFE	101.860	-0.02%
	TF2309.CFE	101.640	0.01%
2年期国债期货	TS2306.CFE	101.070	-0.09%
	TS2309.CFE	101.025	-0.04%
30年期国债期货	TL2306.CFE	97.240	-0.08%
	TL2309.CFE	96.940	0.03%
价差数据		价差	周涨跌
跨期价差	T2306-T2309	0.400	-0.03
	TF2306-TF2309	0.220	-0.04
	TS2306-TS2309	0.045	-0.06
跨品种价差	2TS-T	302.980	0.05
	2TF-T	101.980	-0.06
	TS-TF	100.500	0.05
现券收益率		周五收盘价	周涨跌
国债收益率	1Y国债	2.06%	1.76 BP
	2Y国债	2.29%	1.11 BP
	3Y国债	2.36%	0.08 BP
	5Y国债	2.52%	-0.81 BP
	7Y国债	2.69%	1.01 BP
	10Y国债	2.72%	0.86 BP
国开收益率	1Y国开	2.28%	0.96 BP
	3Y国开	2.55%	2.01 BP
	5Y国开	2.65%	-0.49 BP
	7Y国开	2.87%	1.26 BP
	10Y国开	2.88%	0.33 BP
资金利率		最新价	周涨跌
银行间质押回购利率	R001	1.40%	9.65 BP
	R007	1.87%	7.19 BP
	R014	2.09%	30.37 BP
SHIBOR利率	SHIBOR1M	2.27%	-3.70 BP
	SHIBOR3M	2.39%	-4.20 BP

资料来源：Ifind 资讯 南华研究

1.2. 内外共振，利率低位盘整

4 月工业、投资、消费等基本面数据公布，进一步证实了复苏动能转弱的预期，但也正如我们在前期曾经讨论过，市场预期在复苏斜率以及速度上分歧修正后，交易的大方向将会有所转变。除宏观数据外，本周 A 股市场风险偏好依旧相对偏低，更多是结构行情上的轮动，大盘指数难有起色，但国债期货并没有呈现出此前“跷跷板”的特性，在止盈压力下，价格高位小幅回落。

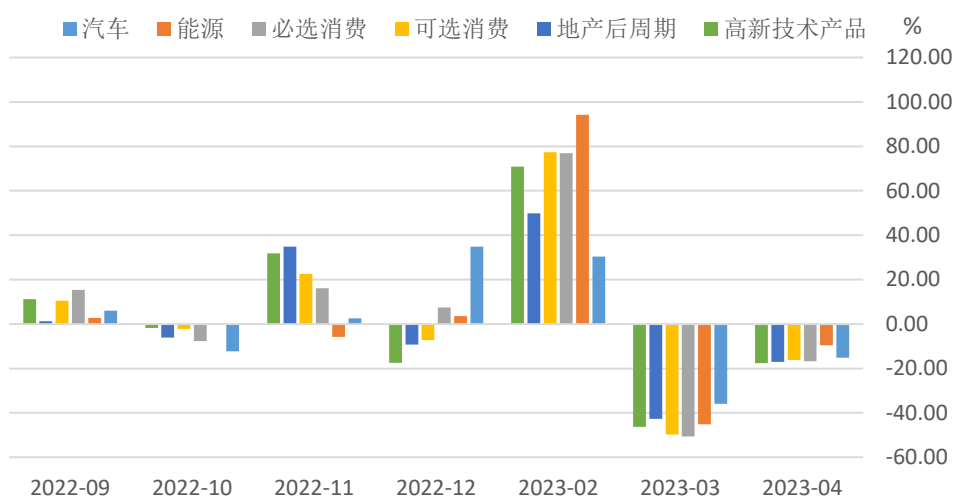
1.2.1. 基本面：警惕“读数幻象”

同比口径下 4 月基本面数据表现看上去似乎不差，工业增加值同比增速较前值回升

1.7 个百分点，社零单月增速高达 18.4%，尽管低于市场预期，但相比 3 月也是接近 8 个百分点的涨幅。但同比增速能够说明当前需求偏弱的问题吗？我们觉得答案是否定的，回顾去年同时期我国正在遭受较大面积的疫情扰动，其中上海市从 4 月开始“封控”接近 2 个月，不论是工业生产还是居民日常的出行消费都受到较大影响，在这样的背景下，从两年平均增长或者是环比口径更能够说明当前经济真实的运行状况。

以一季度复苏的主要动力“消费服务”为例，环比口径下 4 月社零总量增速为-7.78%，限额以上口径细分项汇总几乎全部呈现负增长，其中以汽车、金银首饰等可选消费降幅最大。

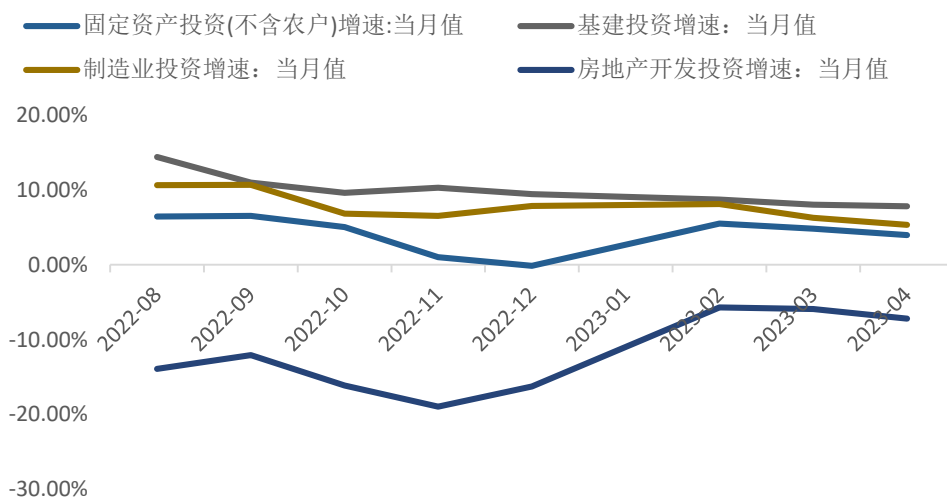
图 1.1 环比口径下消费复苏放缓



资料来源：iFind 南华研究

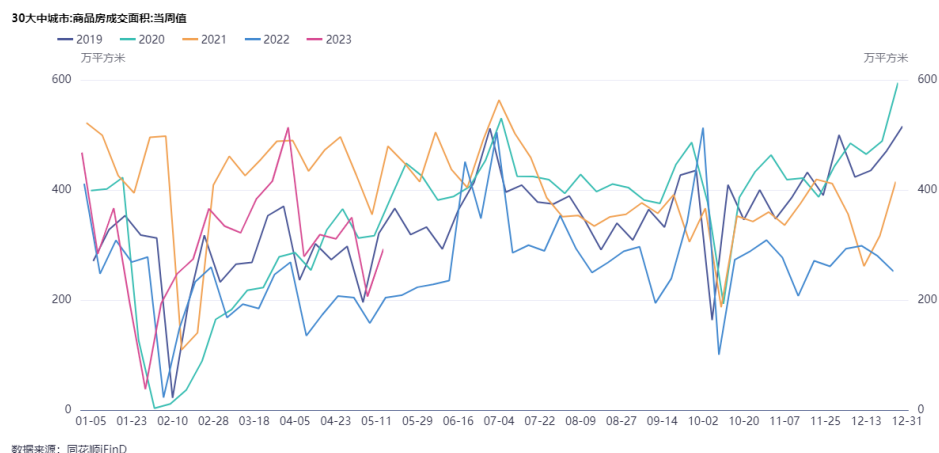
另一方面，投资项受去年同期的基数效应影响相对较小，可以看到当月同比增速也处于下行之中。房企拿地意愿下滑后，今年以来政府部门非税收入增速明显回落，进而影响到政府支出规模，固定资产投资作为去年全年经济的主要托底项，同比增速也持续回落。而房地产开发投资增速负增长的幅度则是进一步加深，从高频数据来看，4 月以来商品房成交面积持续回落，目前已经低于过去几年的同期水准，指向内需环比压力较大。

图 1.2 投资增速放缓



资料来源：iFInd 南华研究

图 1.3 地产修复动能衰减



资料来源：iFInd 南华研究

1.2.2. 海外风险偏好修复

本周海外风险偏好明显修复，从资产表现来看，美债短端收益率已经基本回到银行业风险在此扩散之前的水平，美股三大指数当周上行，而其他的风险资产表现也在一定程度上形成了共振，日经指数来到 1990 年以来的新高，而与总需求密切相关的油价也有所反弹。此消彼长下，人民币汇率承压，本周人民币兑美元离岸汇率自去年底以来首次“破 7”，央行在本周五召开的外汇市场指导委员会上强调，“下一阶段，人民银行、外汇局将加强监督管理和监测分析，强化预期引导，必要时对顺周期、单边行为进行纠偏，遏制投机炒作。自律机制成员单位要自觉维护外汇市场的基本稳定，坚决抑制汇率大起大落”。短期内币值的变动很好的反应了当下内外基本面预期的边际变化，这也意味着，尽管当前内需压力正在逐渐增大，但汇率对于货币政策空间的限制同样也有所增加。

图 1.4 本周人民币兑美元明显贬值



资料来源: iFInd 南华研究

1.3. 后市展望

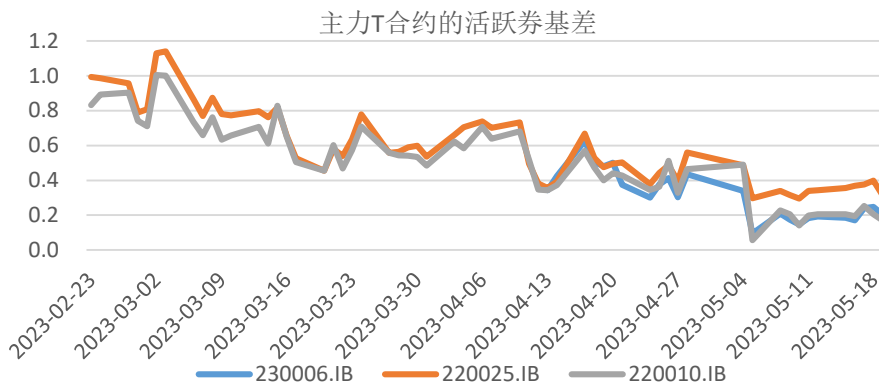
预期来看，近期国内与海外在预期上形成了共振，但方向来说对于国内基本面并不友好，尽管内需亟待提振，但汇率的压力不但制约着政策落地的空间，同时也限制了市场想象的余地。我们曾提示，在基本面认知达成一致后，市场交易的重点或转为对政策预期的博弈，而想象空间的广度无疑与利率上行的空间密切相关。从基本面的实际运转情况来说，出口有远虑、投资仍旧低迷，而此前起到主要拉动的消费项也面临动能衰减的问题，后续国内方面继续关注政策表态。

第2章 策略建议

2.1. 基差策略

本周国债期货合约上行势头暂缓，基差低位修复，随着后续上行空间受限，预计基差继续回升。

图 2.1 基差保持窄幅波动

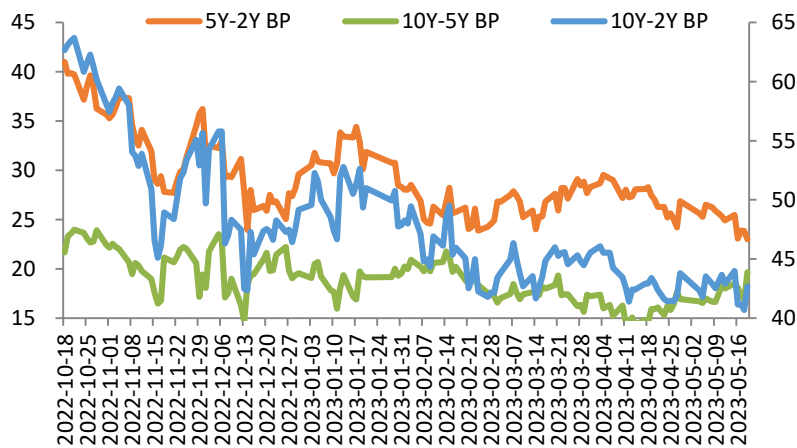


资料来源：Ifind 资讯 南华研究

2.2. 关注新的曲线策略机会

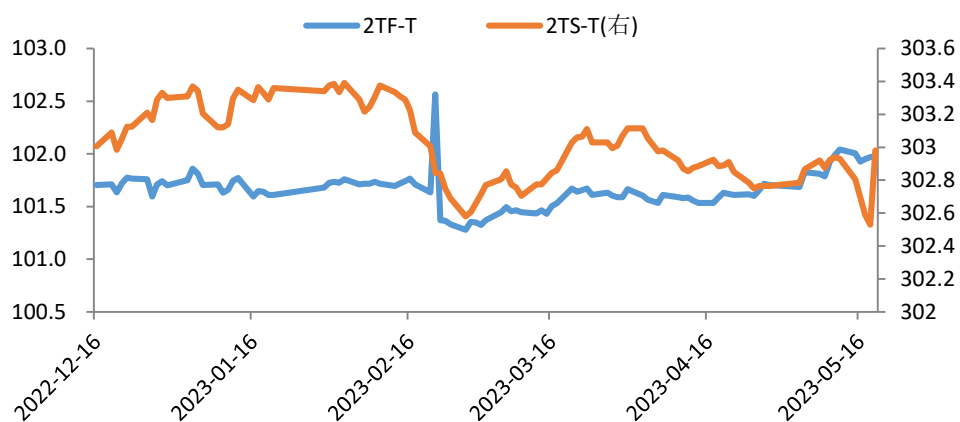
30 年期国债期货合约上市将一定程度抬升对应现券市场的流动性，从流动性溢价压缩的角度来看将会推动期限利差收窄，后续建议继续关注收益率曲线策略的操作机会，主要是“30-10”、“30-5”此类超长期与中长期期限利差收窄的机会。

图 2.2 国债长短利差走势(bp)



资料来源：Ifind 资讯 南华研究

图 2.3 跨品种价差走势(元)



资料来源: Ifind 资讯 南华研究

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本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。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、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。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

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：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