



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

期债新高的三重逻辑

摘要

本周利率市场多头仅仅用了两个交易日就完成了过去几乎一个月的涨幅，我们认为背后逻辑主要有三点：一是宏观数据向弱预期靠拢，复苏动能转弱得到市场确认；二是近期流动性边际转松，资产荒逻辑推动利率下行；最后是通胀低迷导致名义利率水平较低。

在长端利率下行突破 2.75% 后，不论对于空头还是多头都较为鸡肋。一方面，绝对利率水平已经出于极低位置，加上市场预期趋同，后续国债收益率进一步回落的空间极其有限，赔率会是多头下注时不得不考虑的问题。而对于空头来说，宏观预期趋弱，逆势操作同样风险较大。短期内资金面或成为核心变量，5 月是常规的地方政府债发行高峰同时也是缴税大月，流动性扰动可能对低利率环境以及机构加杠杆拉长久期的行为都造成影响。

南华期货研究所

高翔 分析师

投资咨询从业资格：Z0016413

gaoxiang@nawaa.com

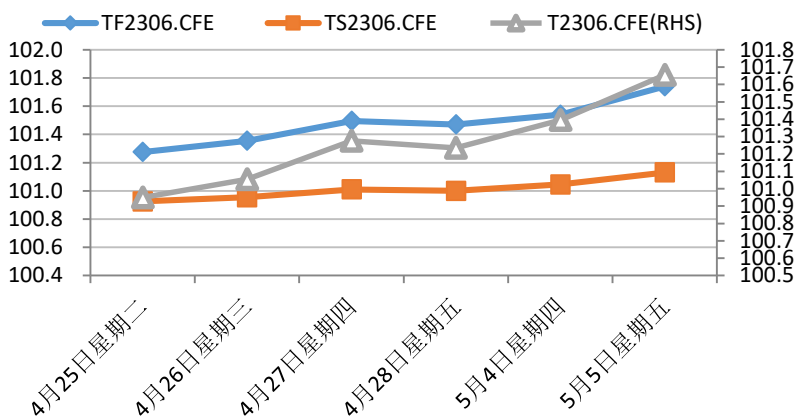
0571-87839252

第1章 行情回顾与展望

1.1. 利率下行突破

本周只有两个交易日，但在多头的猛烈进攻下，国债期货再创新高，现券收益率接连下行突破 2.8% 以及 2.75% 两大关口。

图 1.1 本周国债期货走势



资料来源：Ifind 资讯 南华研究

截至周五收盘，T2306 收为 101.655，较上一周上涨 0.7%；TF2306 收为 101.74，较上周上涨 0.46%；TS2306 收为 101.13，涨幅 0.2%；TL2306 收报 97.45，涨幅 1.11%。现券方面，十年期国债收益率回落 8.85bp 至 2.73%，一年期国债收益率下行 4.73bp 至 2.12%。

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	101.655	0.70%
	T2309.CFE	101.145	0.73%
5年期国债期货	TF2306.CFE	101.740	0.46%
	TF2309.CFE	101.495	0.53%
2年期国债期货	TS2306.CFE	101.130	0.20%
	TS2309.CFE	100.980	0.20%
30年期国债期货	TL2306.CFE	97.450	1.11%
	TL2309.CFE	96.900	1.23%
价差数据		价差	周涨跌
跨期价差	T2306-T2309	0.510	-0.02
	TF2306-TF2309	0.245	-0.07
	TS2306-TS2309	0.150	0.00
跨品种价差	2TS-T	302.865	0.12
	2TF-T	101.825	0.22
	TS-TF	100.520	-0.05
现券收益率		周五收盘价	周涨跌
国债收益率	1Y国债	2.12%	-4.73 BP
	2Y国债	2.31%	-9.19 BP
	3Y国债	2.41%	-7.90 BP
	5Y国债	2.56%	-9.56 BP
	7Y国债	2.70%	-9.39 BP
	10Y国债	2.73%	-8.85 BP
国开收益率	1Y国开	2.34%	-7.29 BP
	3Y国开	2.60%	-9.46 BP
	5Y国开	2.71%	-10.52 BP
	7Y国开	2.89%	-6.88 BP
	10Y国开	2.89%	-11.19 BP
资金利率		最新价	周涨跌
银行间质押回购利率	R001	1.22%	2.61 BP
	R007	1.78%	-30.77 BP
	R014	1.83%	-55.54 BP
SHIBOR利率	SHIBOR1M	2.39%	-2.60 BP
	SHIBOR3M	2.48%	-4.20 BP

资料来源：Ifind 资讯 南华研究

1.2. 多头强势的三重逻辑

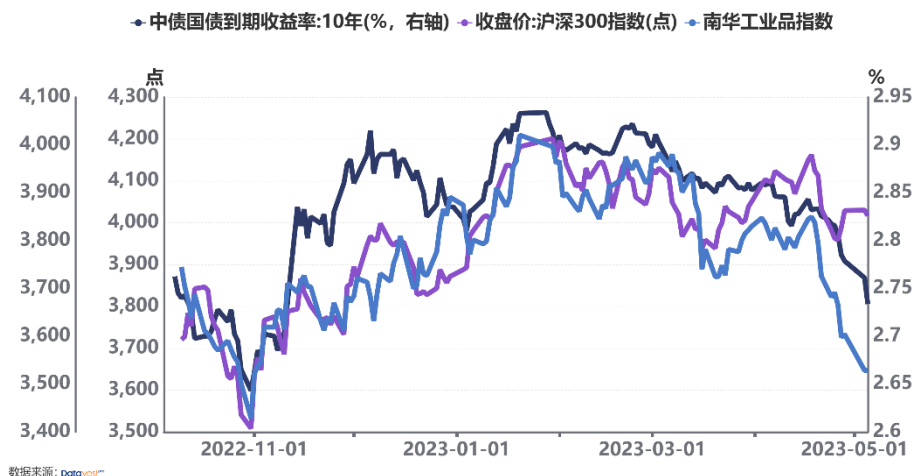
本周利率市场多头仅仅用了两个交易日就完成了过去几乎一个月的涨幅，我们认为背后逻辑主要有三点：一是宏观数据向弱预期靠拢，复苏动能转弱得到市场确认；二是近期流动性边际转松，资产荒逻辑推动利率下行；最后是通胀低迷导致名义利率水平较低。

1.2.1. 弱预期得到验证，后续关注内生动能

一季度下旬市场逐渐开始定价复苏动能减弱这一逻辑，从大类资产角度来看，具体体现为权益市场的结构化行情、大宗商品（尤其是黑色品种）价格持续回落，以及无风险利率的下行。但投资者之间对于复苏的强度一直存在争议，理由在于尽管通胀数据低迷且高

频数据增长放缓，但对于经济增长有较好指引作用的金融信贷数据一直表现不错。而随着 4 月中旬后宏观经济数据的陆续公布以及政治局会议正式定调“内生动力还不强，需求仍然不足”后，市场定价基准开始朝此前的弱预期靠拢。

图 1.1 大类资产共振下行



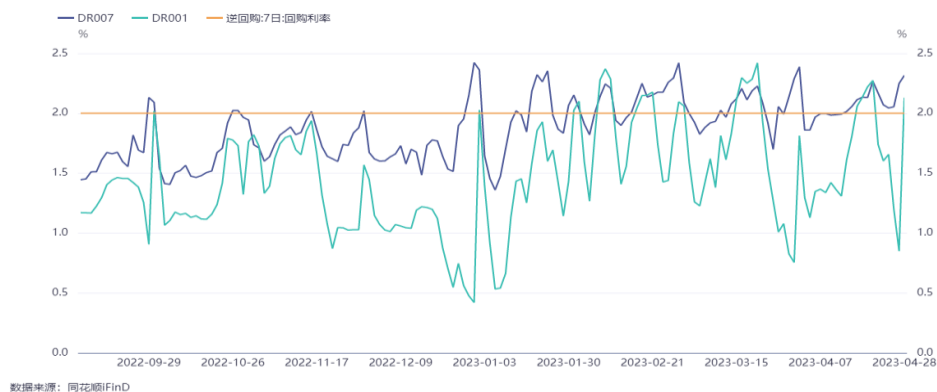
资料来源：iFind 南华研究

五一假期间统计局公布 4 月官方 PMI 数据，其中 4 月官方制造业 PMI49.2，预期 51.5，前值 51.9；非制造业 PMI56.4，预期 57，前值 58.2；综合 PMI54.4，前值 57。各大分项均出现回落，其中制造业 PMI 的生产与需求相关指数落入收缩区间，价格相关的原材料购进价格指数与出厂价格指数大幅下行同样指向需求端的疲弱。从 PMI 数据来看，基本可以认定复苏初期由“防控措施调整”后带来的生产正常化这一层动力已经基本释放完毕，后续关注“消费服务复苏—就业—居民可支配收入”这一路径。相较于传统的通过基建或是房地产投资来拉动经济增长，本次的路径中间环节更多，时滞效应也会更加明显，数据段重点关注消费相关的环比修复趋势以及通胀数据表现。

1.2.2. 资金面边际转松

自从海外银行业风险扩散后，国内银行间市场流动性又出现了边际转松的迹象。从图中的资金利率走势来看，3 月中旬后资金中枢小幅回落，银行间隔夜质押回购利率（DR001）与政策利率的偏离程度明显扩大。而在日常的公开市场操作行为中，我们观察到 4 月税期央行在净投放来对冲时明显较之前更为积极，同时投放量不小。以上这些迹象都是流动性边际转松的信号，主要原因或有二：一是海外风险事件爆发后为了安抚市场情绪、稳定信用环境，预防式的流动性投放，这样的操作不论是在此前国内信用事件还是海外流动性危机时都曾经出现。另一方面，从近期高频数据转弱的现象来说，通过流动性宽松来为基本面复苏提供友好的环境也存在一定必要性。

图 1.2 资金面边际转松

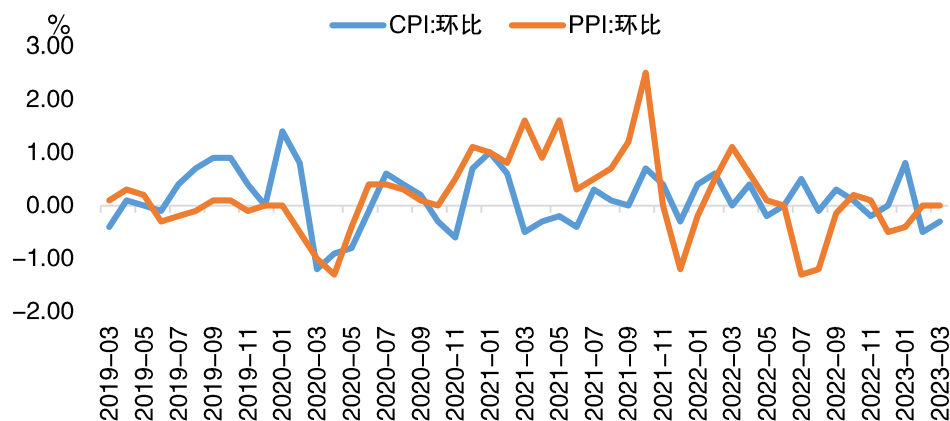


资料来源：iFind 南华研究

1.2.3. 通胀低迷影响名义利率水平

通常我们谈论的国债收益率或者国债相关的资产价格，主要反应的是与经济增长密切相关的实际利率水平以及价格变动即通胀水平。因此在经济复苏的早期，实际利率温和上行的同时，通胀水平对国债收益率的影响也不可忽视。

图 1.3 通胀影响名义利率



1.3. 后市展望

连续上涨后当前的国债期货价格以及现券收益率水平已经回到 2022 年 11 月，也就是防控措施调整之前的价格水平。这是否意味着市场全然罔顾了一季度的复苏成果，否定以消费服务拉动为主的复苏路径？我们认为也不尽然，正如前文所说，名义价格有基本面增速以及通胀水平共同决定，“弱复苏”延续的背景下，通胀筑底回升的时点可能会是关键的边际变量。

在长端利率下行突破 2.75%后，不论对于空头还是多头都较为鸡肋。一方面，绝对利率水平已经出于极低位置，加上市场预期趋同，后续国债收益率进一步回落的空间极其有限，赔率会是多头下注时不得不考虑的问题。而对于空头来说，宏观预期趋弱，逆势操作

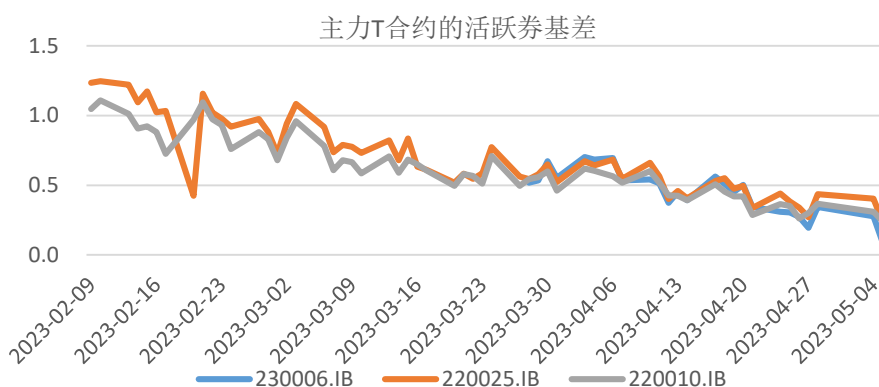
同样风险较大。短期内资金面或成为核心变量，5 月是常规的地方政府债发行高峰同时也是缴税大月，流动性扰动可能对低利率环境以及机构加杠杆拉长久期的行为都造成影响。

第2章 策略建议

2.1. 基差策略

本周国债期货合约继续上行，但当前价格水平来看继续冲高阻力较大，基差继续下行空间有限。

图 2.1 基差保持窄幅波动

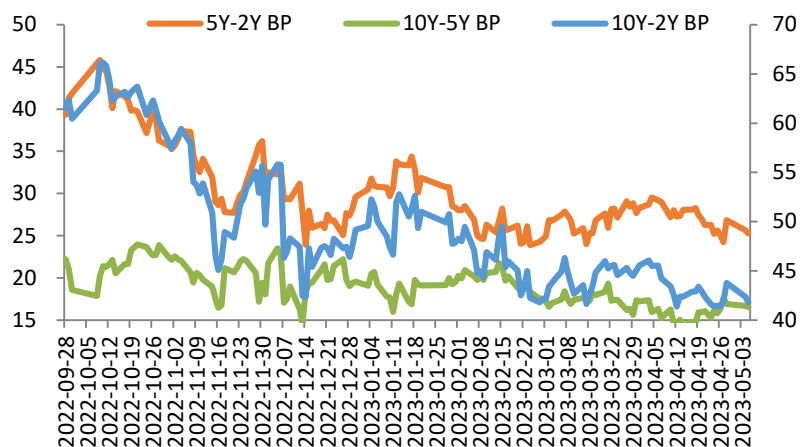


资料来源：Ifind 资讯 南华研究

2.2. 关注新的曲线策略机会

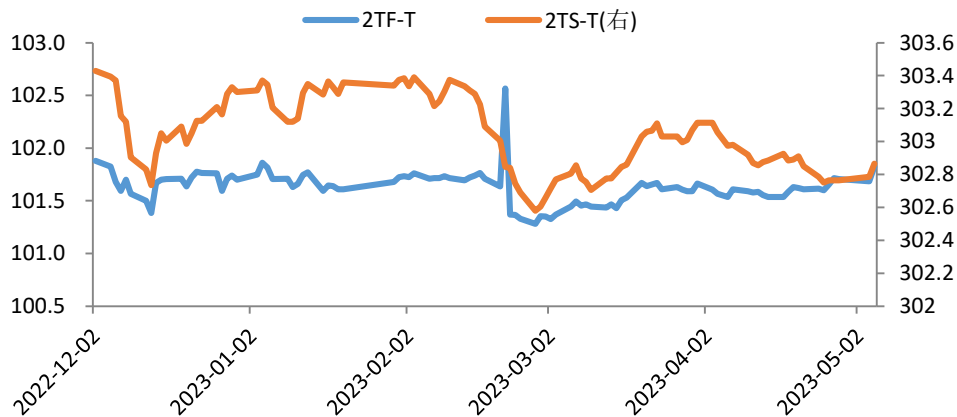
30 年期国债期货合约上市将一定程度抬升对应现券市场的流动性，从流动性溢价压缩的角度来看将会推动期限利差收窄，后续建议继续关注收益率曲线策略的操作机会，主要是“30-10”、“30-5”此类超长期与中长期期限利差收窄的机会。

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