



Bigger mind, Bigger fortune  
智慧创造财富



南华期货研究NFR

利率市场周报

2023 年 5 月 13 日

## 分歧的终点

### 摘要

目前多头环境已经近乎演绎到了极致，不论是从多重利多共振还是极低的利率水平来看。本周五债券市场反常的摆脱了近两周股、债、大宗商品共振的走势，十年期活跃券 230004 上行收复 2.7% 关口，走出了利多出尽的势头。多空分歧的弥合往往意味着行情正在走向终点，而从绝对价格水平来说，当前的利率确实已经充分甚至过度定价了需求疲弱的环境。债市用了接近 4 个月的时间与强复苏为代表的乐观预期对抗，并且得到了证实，后续我们在市场确认复苏成色之后，交易中心会转为对未来刺激政策的期盼，这同时也代表着交易的方向开始“转头向上”。

南华期货研究所

高翔 分析师

投资咨询从业资格：Z0016413

gaoxiang@nawaa.com

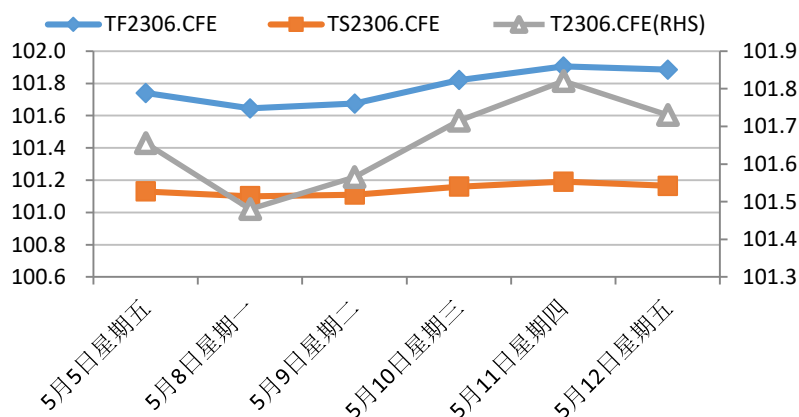
0571-87839252

## 第1章 行情回顾与展望

### 1.1. 利率下行突破

本周债券市场偏强震荡，国债期货合约多数上行，30 年期主力 TL2306 回调。。

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 101.73，较上一周上涨 0.07%；TF2306 收为 101.85，较上周上涨 0.14%；TS2306 收为 101.165，涨幅 0.08%；TL2306 收报 97.32，跌幅 0.13%。现券方面，十年期国债收益率回落 2.36bp 至 2.71%，一年期国债收益率下行 7.7bp 至 2.04%。

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     | 101.730 | 0.07%    |
|           | T2309.CFE     | 101.300 | 0.15%    |
| 5年期国债期货   | TF2306.CFE    | 101.885 | 0.14%    |
|           | TF2309.CFE    | 101.625 | 0.13%    |
| 2年期国债期货   | TS2306.CFE    | 101.165 | 0.03%    |
|           | TS2309.CFE    | 101.065 | 0.08%    |
| 30年期国债期货  | TL2306.CFE    | 97.320  | -0.13%   |
|           | TL2309.CFE    | 96.910  | 0.01%    |
| 价差数据      |               | 价差      | 周涨跌      |
| 跨期价差      | T2306-T2309   | 0.430   | -0.08    |
|           | TF2306-TF2309 | 0.260   | 0.02     |
|           | TS2306-TS2309 | 0.100   | -0.05    |
| 跨品种价差     | 2TS-T         | 302.930 | 0.06     |
|           | 2TF-T         | 102.040 | 0.22     |
|           | TS-TF         | 100.445 | -0.07    |
| 现券收益率     |               | 周五收盘价   | 周涨跌      |
| 国债收益率     | 1Y国债          | 2.04%   | -7.70 BP |
|           | 2Y国债          | 2.28%   | -1.74 BP |
|           | 3Y国债          | 2.36%   | -3.73 BP |
|           | 5Y国债          | 2.53%   | -3.35 BP |
|           | 7Y国债          | 2.68%   | -2.67 BP |
|           | 10Y国债         | 2.71%   | -2.36 BP |
| 国开收益率     | 1Y国开          | 2.27%   | -5.05 BP |
|           | 3Y国开          | 2.53%   | -5.04 BP |
|           | 5Y国开          | 2.66%   | -4.01 BP |
|           | 7Y国开          | 2.85%   | -4.70 BP |
|           | 10Y国开         | 2.88%   | -1.95 BP |
| 资金利率      |               | 最新价     | 周涨跌      |
| 银行间质押回购利率 | R001          | 1.32%   | 25.89 BP |
|           | R007          | 1.81%   | 9.71 BP  |
|           | R014          | 1.82%   | 6.16 BP  |
| SHIBOR利率  | SHIBOR1M      | 2.33%   | -5.40 BP |
|           | SHIBOR3M      | 2.43%   | -6.10 BP |

资料来源：Ifind 资讯 南华研究

## 1.2. 多头环境已经演绎到了极致

相比此前 PMI 数据的回落，本周物价以及金融信贷数据的公布情况显然对市场情绪造成了更大的冲击，一边是表征国内需求的重要指标，另一个则是为数不多从年初一直强势到现在的宏观数据，从历史上社融以及信贷对于经济活力的领先作用来看，将其称之为“空头最后的阵地”也不为过。而从数据表现来看，我们认为这一阵地已经失守了。

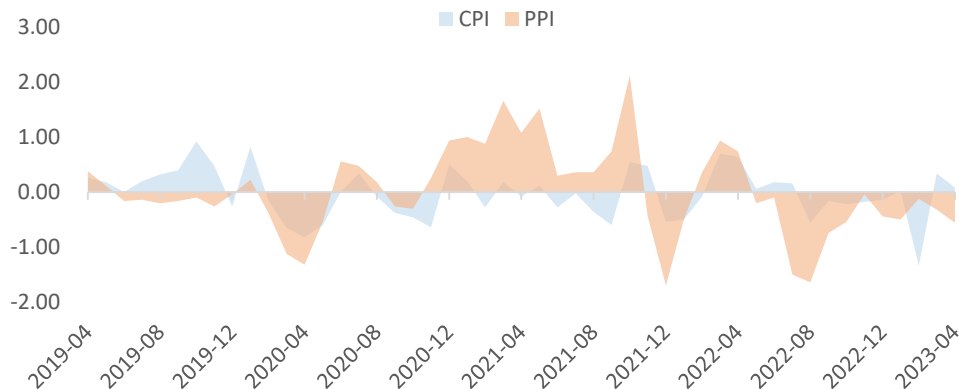
### 1.2.1. 基本面数据证实内需仍待提振

通胀方面，中国 4 月 CPI 同比 0.1%，预期 0.3%，前值 0.7%，环比-0.1%；PPI 同比-3.6%，预期-3.3%，前值-2.5%，环比-0.5%。具体来看，我们可以得出以下结论：首先

CPI、PPI 同比跌幅继续扩大，指向需求疲弱，CPI 环比降幅收窄体现消费服务业支撑下的韧性。

2) 分项来看，CPI 食品项同比增速较前值回落 2 个百分点，消费品增速转负。PPI 各分项同比降幅大幅加深，但比同比更重要的是环比，4 月生产资料分项中采掘、原料、加工等各分项全部转为负增长，在去年同期的高基数之外，环比更加体现当下复苏动能的边际变化，环比增速的转负无疑是对复苏动能转弱的最好验证。

图 1.1 通胀趋势指标显示 PPI 仍在筑底



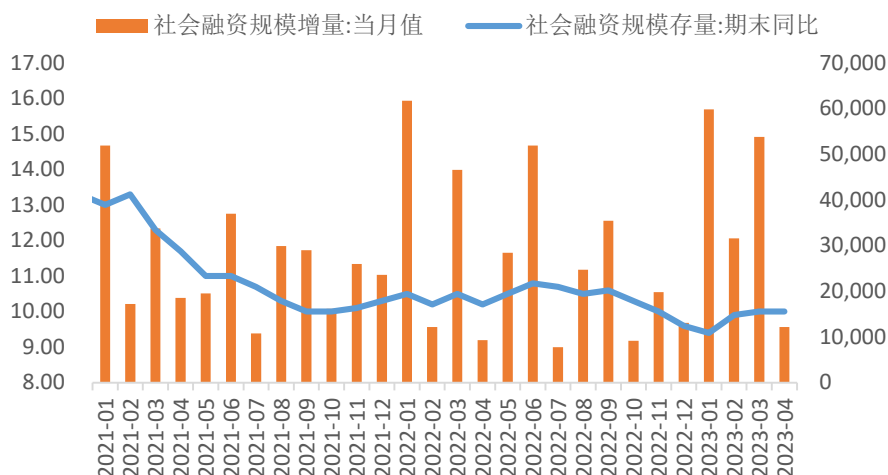
资料来源：iFind 南华研究

社融方面，4 月社融存量增速 10%，前值 10%；新增社融规模 1.22 万亿，预期 2 万亿，前值 5.38 万亿；新增人民币贷款 7188 亿，预期 1.4 万亿，前值 3.89 万亿；M1 同比增速 5.3%，预期 5.1%，前值 5.1%；M2 同比增速 12.4%，预期 12.5%，前值 12.7%。

在连续一个季度的高增长后，4 月金融信贷明显回落：存量增速持平前值，新增信贷规模退坡。一季度货币政策委员会例会将会将信贷的措辞从“保持信贷有效增长”修改为“保持信贷合理增长、节奏平稳”，**预计未来的增长方式会更加平滑，脉冲式上行概率降低。**

信贷结构改善暂缓：居民部门短端以及中长期贷款共减少近 2400 亿，其中中长期贷款同比多减，体现消费需求尤其是房地产市场需求低迷，这与近期商品房销售高频数据转弱一致，也是居民融资端最为关键的信号。但企业部门各期限贷款均同比多增，中长期贷款同比多增近 4000，信号颇为积极。

图 1.2 新增社融大幅下行



资料来源: iFind 南华研究

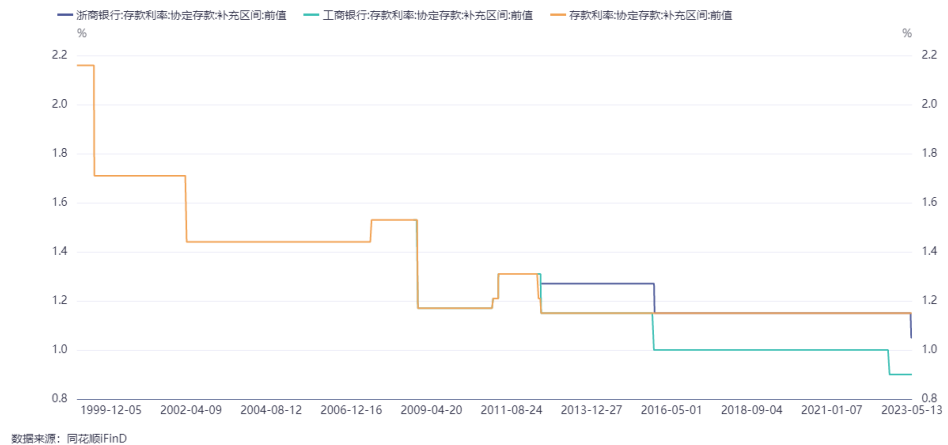
### 1.2.2. 存款利率下行提振市场情绪

4月初以来,以城商、农商行为主,多家地方性银行下调了定期存款利率,例如近期渤海银行发布公告调整人民币存款挂牌利率,浙商、恒丰银行也宣布对人民币存款挂牌利率进行调整。除此以外,有相关同业人员透露,监管部门已发文调整协定存款和通知存款自律上限,其中国有大行执行基准利率加 10 个基点,其他金融机构执行基准利率加 20 基点。

上述信息中,存款挂牌利率下调更多是对去年以来大行下调存款利率行为的一种跟随,并无增量信息驱动。而协定以及通知存款方面,首先这两种存款从本质上来说都可以算是活期存款的一种,其央行规定的协定存款基准利率为 1.15%,1 日与 7 日通知存款基准利率分别为 0.8%和 1.35%。而实际利率情况来看,国有大行协定存款利率基本在 0.9%左右,1 日与 7 日通知存款利率分别为 0.45%与 1%,规模更小的城商行与农商行普遍更高一些,但整体的存款利率定价水平距离央行的基准利率仍有 20bp 左右的差距,而此次利率调整的是在基准利率上加点的空间,不会对当前的存款利率造成实质性的影响。

总结来说,存款利率加点上限的调整并不会直接影响当前的利率水平,但结合近期中小银行开始调整挂牌利率的现象,其对于情绪上的加持不可忽视。负债端压力减轻后,此前偏低的利率水平会更具吸引力,配置资金也有更充足的动力去扫平价值洼地。

图 1.3 当前协定存款市场利率普遍低于基准利率

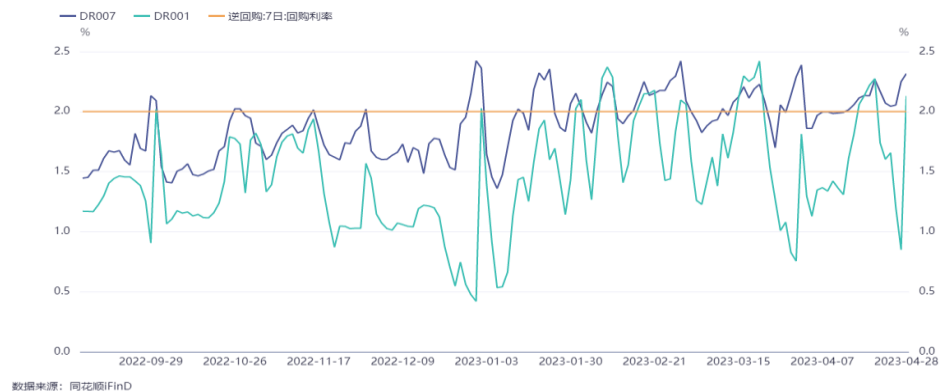


资料来源：iFInd 南华研究

### 1.2.3. 资金中枢回落

多头交易环境的第三重支撑来自资金面，从银行间短端资金成交的价格来看，当前的资金中枢明显回落，在与基本面以及情绪面的共振之下，将利率维系在低位。

图 1.4 资金中枢回落



资料来源：iFInd 南华研究

### 1.3. 后市展望

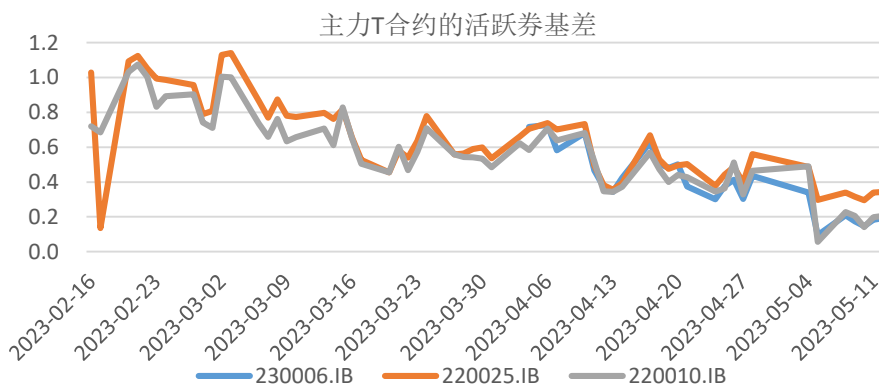
目前多头环境已经近乎演绎到了极致，不论是从多重利多共振还是极低的利率水平来看。本周五债券市场反常的摆脱了近两周股、债、大宗商品共振的走势，十年期活跃券 230004 上行收复 2.7% 关口，走出了利多出尽的势头。多空分歧的弥合往往意味着行情正在走向终点，而从绝对价格水平来说，当前的利率确实已经充分甚至过度定价了需求疲弱的环境。债市用了接近 4 个月的时间与强复苏为代表的乐观预期对抗，并且得到了证实，后续我们在市场确认复苏成色之后，交易中心会转为对未来刺激政策的期盼，这同时也代表着交易的方向开始“转头上”。

## 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，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

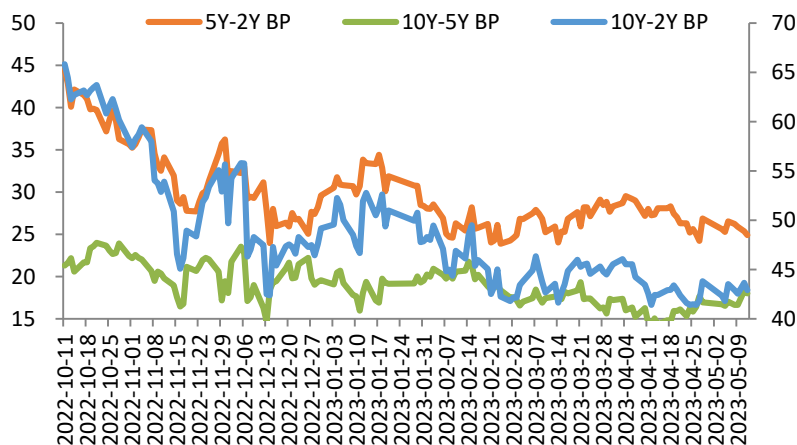


资料来源：Ifind 资讯 南华研究

### 2.2. 关注新的曲线策略机会

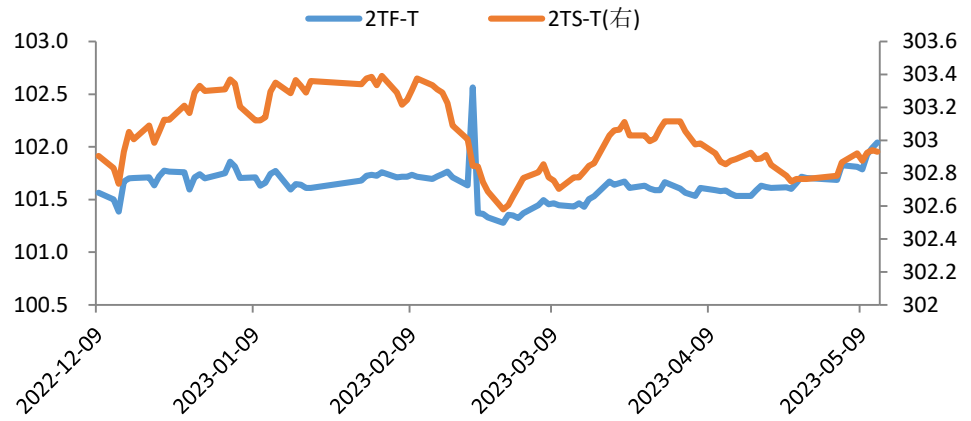
30 年期国债期货合约上市将一定程度抬升对应现券市场的流动性，从流动性溢价压缩的角度来看将会推动期限利差收窄，后续建议继续关注收益率曲线策略的操作机会，主要是“30-10”、“30-5”此类超长期与中长期期限利差收窄的机会。

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](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