



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

政策博弈期，人心思动

摘要

前期报告中我们曾指出，在投资者对内需方面的预期达成共识之后，市场将会转入对增量刺激政策的博弈，这样交易中心的切换在以往来说屡见不鲜，但不同的是以往在内需压力较大的时候市场更多炒作“双降”，即货币政策的支持，而本次则更多在于对财政相关的政策展开预期。这是因为当前的症结不在货币供应量的多寡，而在于流通速度的快慢，前者可以通过货币投放来解决，而后者则更仰仗于精准、直接的措施来拔高需求。

从本周债券市场的表现来看：一年期收益率大幅下行而十年期回升，收益率曲线陡峭化；久期中性条件下两年期国债期货上涨幅度高于十年期；信用利差方面 2 年期产业债信用利差走阔，城投基本持平，信用下沉情况收敛。以上都指向当前债市更多在赚流动性宽松的钱，而不再是风险偏好。因此趋势做多的投资者在当前点位应当谨慎，但必须指出的是债市整体的多头风气并未扭转，“特别国债”小作文的支撑效应也很难持久，操作上继续在区间内波段交易，同时关注政策动向。

南华期货研究所

高翔 分析师

投资咨询从业资格：Z0016413

gaoxiang@nawaa.com

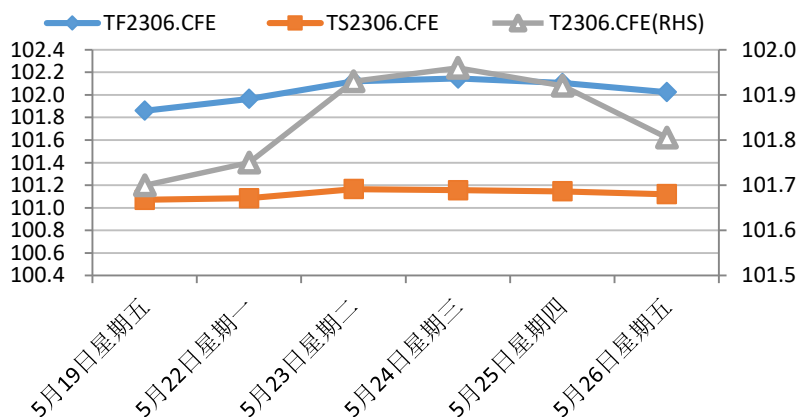
0571-87839252

第1章 行情回顾与展望

1.1. 利率下行突破

本周债券市场先涨后跌，整体表现平稳，但前后两半周市场情绪明显转变，国债收益率再度向下冲击 2.7% 未果后进一步夯实区间下沿。

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 101.805，较上一周上涨 0.1%；TF2306 收为 102.025，较上周上涨 0.16%；TS2306 收为 101.12，涨幅 0.05%；TL2306 收报 97.16，跌幅 0.08%。现券方面，十年期国债收益率上行 0.33bp 至 2.72%，一年期国债收益率下行 8.3bp 至 1.98%。

表格 1：上周数据统计

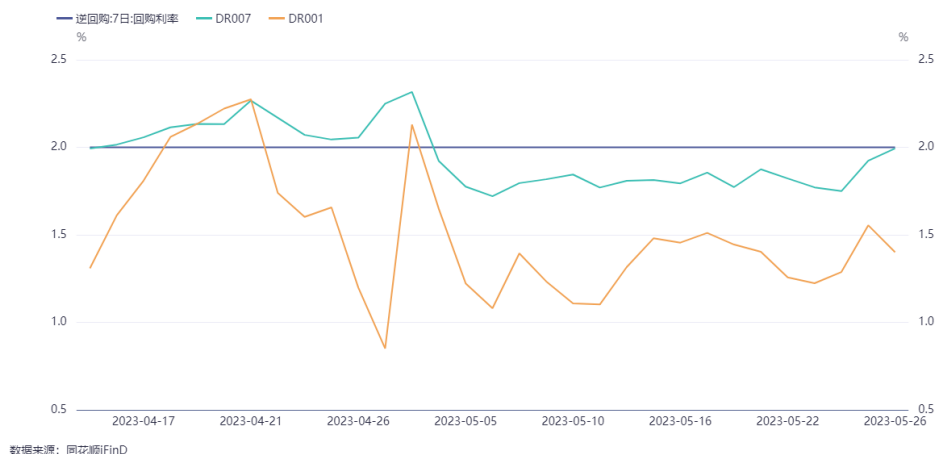
期货数据		周五结算价	周涨跌幅
10年期国债期货	T2306.CFE	101.805	0.10%
	T2309.CFE	101.350	0.05%
5年期国债期货	TF2306.CFE	102.025	0.16%
	TF2309.CFE	101.765	0.12%
2年期国债期货	TS2306.CFE	101.120	0.05%
	TS2309.CFE	101.080	0.05%
30年期国债期货	TL2306.CFE	97.160	-0.08%
	TL2309.CFE	96.810	-0.13%
价差数据		价差	周涨跌
跨期价差	T2306-T2309	0.455	0.06
	TF2306-TF2309	0.260	0.04
	TS2306-TS2309	0.040	0.00
跨品种价差	2TS-T	302.970	-0.01
	2TF-T	102.180	0.20
	TS-TF	100.395	-0.10
现券收益率		周五收盘价	周涨跌
国债收益率	1Y国债	1.98%	-8.30 BP
	2Y国债	2.24%	-4.68 BP
	3Y国债	2.33%	-3.74 BP
	5Y国债	2.49%	-2.42 BP
	7Y国债	2.69%	-0.37 BP
	10Y国债	2.72%	0.33 BP
国开收益率	1Y国开	2.14%	-14.13 BP
	3Y国开	2.52%	-3.16 BP
	5Y国开	2.64%	-1.08 BP
	7Y国开	2.84%	-2.09 BP
	10Y国开	2.87%	-0.88 BP
资金利率		最新价	周涨跌
银行间质押回购利率	R001	1.40%	-0.30 BP
	R007	1.99%	13.11 BP
	R014	2.10%	0.43 BP
SHIBOR利率	SHIBOR1M	2.24%	-3.20 BP
	SHIBOR3M	2.36%	-1.10 BP

资料来源：Ifind 资讯 南华研究

1.2. 政策缺席，人心思动

前期报告中我们曾指出，在投资者对内需方面的预期达成共识之后，市场将会转入对增量刺激政策的博弈，这样交易中心的切换在以往来说屡见不鲜，但不同的是以往在内需压力较大的时候市场更多炒作“双降”，即货币政策的支持，而本次则更多在于对财政相关的政策展开预期。这是因为当前的症结不在货币供应量的多寡，而在于流通速度的快慢，前者可以通过货币投放来解决，而后者则更仰仗于精准、直接的措施来拔高需求。

图 1.1 近期流动性相当充裕



资料来源：iFind 南华研究

回到本周来看，本周基本面方向的信息依旧是缺失的，因此前半周的债券市场依旧延续着上一周的氛围，国债期货继续上涨，十年期活跃券 230004 收益率再次试探 2.7%。但过于一致的市场预期显然无法提供足够的突破动力，更有甚者，周五市场突然传出“5 万亿特别国债”的小道消息，带动债市明显回调，风险资产同步反弹，其中黑色系商品甚至在盘中走出了直线拉升的状态。从真实性来说，这一则“小作文”显然是“一眼假”级别。一是从历史来看，我国共发行了 3 次特国别债，其中一次在 1998 年用于补充四大行资本金共发行 2700 亿，第二次是 2007 年为了对冲大量增长的外汇占款稳定汇率以及通胀发行 1.55 万亿，最后一次则是在 2020 年发行的 1 万亿抗疫专项债。从重要程度来说，当下逆周期对冲的需求显然没有必要动用特别国债。而从规模上来说，即便是面对疫情冲击我国也只审批了 1 万亿的特别国债额度，对比下来“小作文”的 5 万亿显然有些偏离现实。

那么为什么“一眼假”的小作文却能引起市场如此大振动呢？原因还是在于当前市场对于弱需求的悲观预期已经定价的过于深刻，以至于人心思动，一方面行情确实缺乏继续突破的动力，另一方面已经有投资者开始思考朝另一重方向去操作的可行性。

除了虚无缥缈的特别国债外，我们认为至少有以下两方面政策值得期待：其一是促销费相关再贷款，第二则是政策性开发性金融工具。前者严格定义上属于结构性的货币政策工具，但由于其精准定向的特征，也使其被赋予了类财政政策的属性。从去年下半年以来央行出台了针对多个方面的再贷款政策，但截至目前为止直接指向消费的依旧缺失，促销费再贷款能够通过降低银行消费贷成本从而推动居民消费成本下行，消费意愿回升。而后者则是更加轻车熟路，在 2022 年财政投放节奏前置的情况下，面对下半年财政力度不足的问题，6 月底国常会上宣布“运用政策性、开发性金融工具，通过发行金融债券等筹资 3000 亿元，用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金…”，并且在 8 月底进一步宣布增加 3000 亿以上额度，全年共计约 7400 亿。在当前一般公共预算收入与政府性基金预算收入分别受到基本面与土地出让两方面影响短期承压的时候，政府性开发性金融工具作为广义财政的一部分能够很好的弥补这一缺口，解决公共开支不足的问题。

最后，从本周债券市场的表现来看：一年期收益率大幅下行而十年期回升，收益率曲线陡峭化；久期中性条件下两年期国债期货上涨幅度高于十年期；信用利差方面 2 年期产业债信用利差走阔，城投基本持平，信用下沉情况收敛。以上都指向当前债市更多在赚流

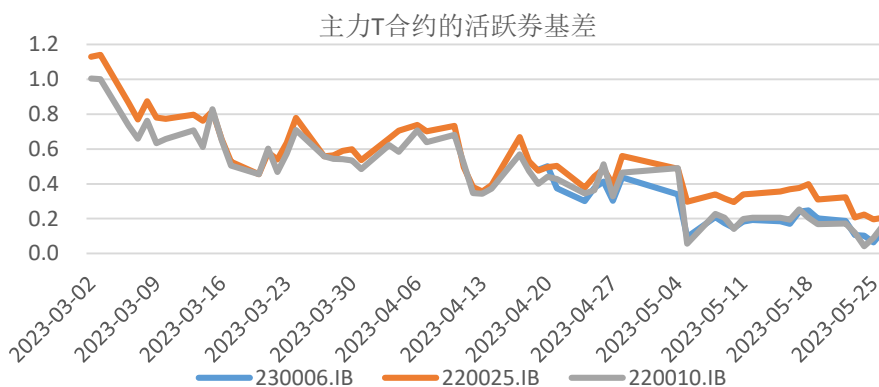
动性宽松的钱，而不再是风险偏好。因此趋势做多的投资者在当前点位应当谨慎，但必须指出的是债市整体的多头风气并未扭转，“特别国债”小作文的支撑效应也很难持久，操作上继续在区间内波段交易，同时关注政策动向。

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

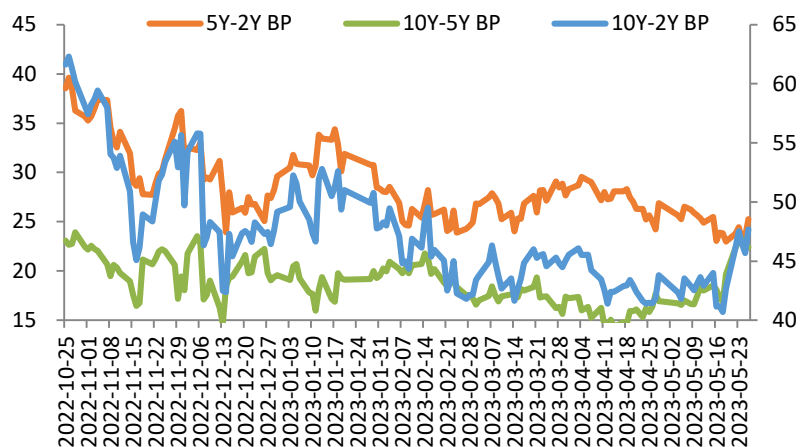


资料来源：Ifind 资讯 南华研究

2.2. 关注新的曲线策略机会

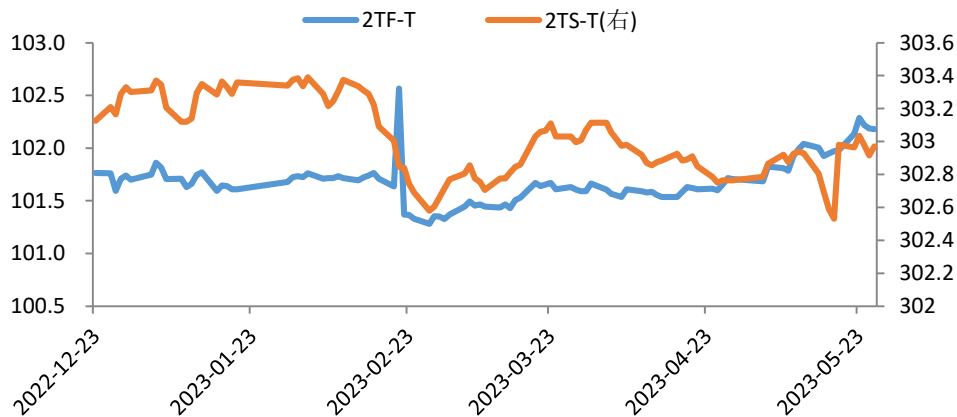
30 年期国债期货合约上市将一定程度抬升对应现券市场的流动性，从流动性溢价压缩的角度来看将会推动期限利差收窄，后续建议继续关注收益率曲线策略的操作机会，主要是“30-10”、“30-5”此类超长期与中长期期限利差收窄的机会。

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