

## 黎明未至

### 展望：风险正在酝酿

当前时点，影响债市的因素较为多样化，预计二季度债市的主要矛盾可能由交易再通胀和货币预期向基本面与供给转变。基本面方面，工业生产和出口大超预期，反映了国内外需求向好。制造业在内外需共振下有望明显改善，叠加去年的低基数，投资将保持复苏。而疫情影响下的高储蓄现象将得到改善，居民的消费倾向回归常态，有利于消费内生动力的修复，加之去年受疫情抑制的服务类行业也将迎来报复性反弹，消费有望取代投资成为经济新的增长动能。另外，海外供给端完全恢复之前，需求外溢将继续促进我国出口，预计二、三季度出口保持高速增长。整体看好二季度经济。通胀方面，PPI 涨势迅猛，加之海外通胀压力很大，结构性通胀大概率会出现，预计会对债市造成一定冲击。供给方面，两会之后，专项债供给开始启动，由于今年一季度提前批发行额度的延后，今年二季度供给压力可能更甚以往，不容小觑。考虑到当前经济复苏仍存不确定性，二季度货币政策整体稳健中性的基调不会改变，但边际上可能更为灵活，供给压力大增带动资金需求增加，央行应该会适量投放资金来对冲。但考虑到金融防风险的需求，资金天量投放概率较小，央行更希望资金面保持紧平衡的局面，供给集中发行将造成债市承压。

短期市场情绪偏向债市，平稳的资金面和下行的股市将支持债市收益率继续走低，十年期国债有望冲向 3.1%。但中长期来看，经济复苏动能较强，加上二季度供给压力不容小觑，债市当前的顺风周期可能发生转变，届时债市将开启新一波调整。

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 助理分析师

gaoxiang@nawaa.com

0571-89727506

## 目录

一、牛市言之尚早 .....	3
1.1 回顾：债市步入顺风周期 .....	3
1.2 展望：风险正在酝酿 .....	4
二、经济平稳复苏，通胀风险仍存 .....	5
2.1 工业复苏强劲 .....	5
2.2 投资结构将发生转变 .....	6
2.3 消费动力增强 .....	7
2.4 出口大超预期 .....	8
2.5 结构性通胀压力仍存 .....	9
三、货币政策回顾与展望 .....	10
3.1 量稳价缩，资金波动收敛 .....	10
3.2 中枢不改，震荡加剧 .....	11
四、海外影响深化 .....	12
4.1 疫情再生扰动 .....	12
4.2 美债收益率上行 .....	13
五、国债期货存交易性机会 .....	14
5.1 国债期货做空时机需等待 .....	14
5.2 做多基差胜率更高 .....	14
5.3 跨品种套利机会有限 .....	15
5.4 09 合约缺乏流动性，暂不推荐跨期策略 .....	16
免责声明 .....	17

## 一、牛市言之尚早

### 1.1 回顾：债市步入顺风周期

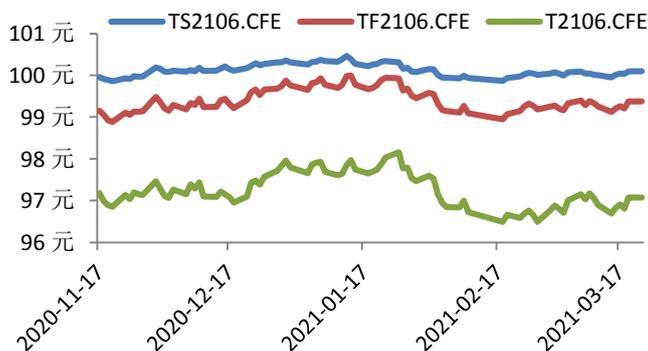
国债期货一季度先降后升，收益率曲线呈现熊平走势，短端收益率上行更加明显。1 年期国债收益率波动更大，最低降至 2.28%，最高升至 2.69%，波幅高达 41BP，10 年期国债收益率波幅则仅有 18BP，主要是因为一季度债市的主线在于货币预期的不断修正和博弈再通胀。

去年底由于永煤违约事件和压降结构性存款的指标，央行大量投放流动性来稳定市场预期，预防系统性风险。元旦后，由于信用事件冲击告一段落、结构性存款压降至目标水平、同业存单利率也回归正常区间，央行逐渐回收市场流动性，前期流动性推升的债市行情暂时告一段落。1 月 26 日，央行马骏提出“杠杆率上升过快”、“有些领域泡沫已经显现”、“要求货币政策开始调整”，市场上过于乐观的货币预期得到修正，债市开始调整。

进入 2 月份以后，市场期待的节前投放并未如期而至，MLF、TMLF 和降准都没有到来，货币政策预期转向悲观，加上海外通胀预期升温，美债收益率开始走升，债市继续回调，截至 2 月 18 日，T2106 最低跌至 96.325 元，较 1 月底下跌近 1.9 元。春节后，海外通胀继续发酵，但国内货币政策保持稳健，资金面小幅转松，加之股市大幅下跌，使得存量资金由股市流向债市，债市迎来喘息之机，阶段性调整结束，开启震荡回升之路。

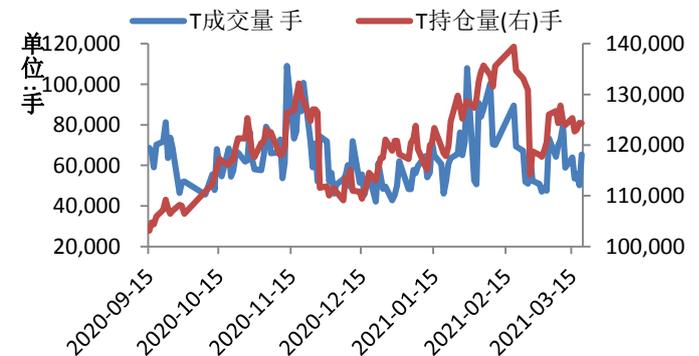
春节后至 3 月 25 日，短短 26 个交易日，沪深 300 指数下跌近 17%，机构抱团股大幅下挫，而债市无视利空、韧性十足，十年期国债期货由 96.325 升至 97.5 元。其根本原因是股市前期上涨过快泡沫积累、债市则在春节前主动降低杠杆水平，股债性价比明显下降，使得市场情绪向债市倾斜。短期债市进入顺风周期，即“利空不下跌，利多就上涨”。

图 1.1 国债期货主力合约走势



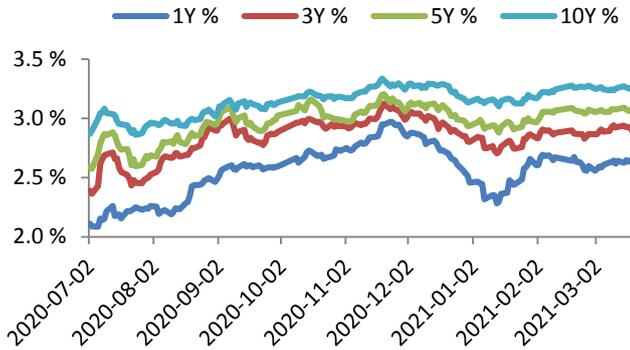
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.2 T 合约的成交与持仓



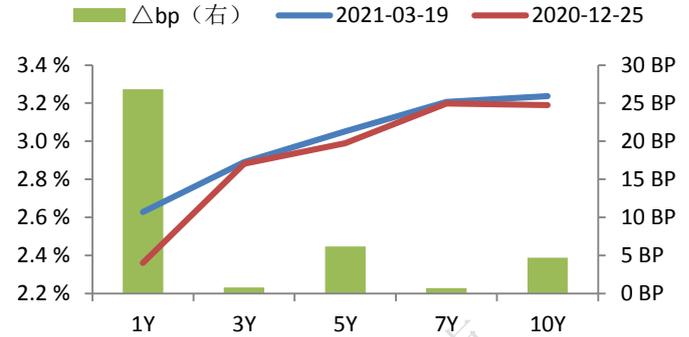
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.3 关键期限利率走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.4 国债收益率曲线季度变化



资料来源：Wind 资讯 南华研究

## 1.2 展望：风险正在酝酿

当前时点，影响债市的因素较为多样化，国内的经济预期、货币政策、海外输入型通胀压力、股市表现、债市供给都会对影响债市表现。但多样化的影响因素权重却不尽相同，预计二季度债市的主要矛盾可能由再通胀和货币预期向基本面与供给转变。

基本面方面，工业生产和出口大超预期，反映了国内外需求向好。投资消费短期下滑，但基建在宽财政帮扶下不会太差，制造业在内外需共振下有望明显改善，叠加去年的低基数，投资有望保持复苏。消费方面，疫情影响下的高储蓄现象将得到改善，居民的消费倾向回归常态，有利于消费内生动力的修复，加之去年受疫情抑制的婚礼、酒店、旅游等服务类行业也将迎来报复性反弹，消费有望取代投资成为经济新的增长动能。另外，海外供给端完全恢复之前，需求外溢将继续促进我国出口，预计二、三季度出口保持高速增长。整体看好二季度经济。通胀方面，PPI 涨势迅猛，加之海外通胀压力很大，结构性通胀大概率会出现，预计会对债市造成一定冲击。

供给方面，一季度债市韧性十足原因之一就是第一季度的专项债提前批缺席，资金需求整体较低。但两会之后，专项债供给开始启动，由于今年一季度提前批发行额度的延后，今年二季度供给压力可能更甚以往，不容小觑。考虑到当前经济复苏仍存不确定性，二季度货币政策整体稳健中性的基调不会改变，但边际上可能更为灵活，供给压力大增带动资金需求增加，央行应该会适量投放资金来对冲。但考虑到金融防风险的需求，资金天量投放概率较小，央行更希望资金面保持紧平衡的局面，供给集中发行将造成债市承压。

短期市场情绪偏向债市，平稳的资金面和下行的股市将支持债市收益率继续走低，十年期国债有望冲向 3.1%。但中长期来看，经济平稳复苏，通胀阶段性压力仍存，加上二季度供给压力不容小觑，债市当前的顺风周期可能发生转变，届时债市将开启新一波调整。

**风险提示：**海外疫苗推进不及预期；中美关系恶化；美债收益率超预期上行；通胀结构恶化。

## 二、经济平稳复苏，通胀风险仍存

由于去年一季度国内疫情造成经济数据的深跌，基数效应下今年一季度的数据出现跃升，但这并不能反映经济的真实景气度。因此，需要通过观察环比数据或去除基数影响后的两年复合平均增长率来进行本次基本面的研究。

### 2.1 工业复苏强劲

今年数据整体非常强劲，但这主要是受基数影响，采用过去两年平均增长率更能体现经济的真实增速。2021年1-2月工业增加值累计同比增长35.1%，剔除基数影响后的过去两年平均增长率为8.1%，明显高出2019年的平均增速5.9%，说明当前工业增加值实际上也非常强劲。分行业来看，2月累计同比中，设备制造和高新制造业增速领先，黑色、有色及食品制造业增速垫底；而过去两年平均增长率来看，电气机械、医药及黑色加工业领先，分别增长12.9%、11.4%和9.2%，纺织业和食品制造业等消费品则增速垫底。1-2月服务业生产指数累计同比增长31.1%，两年平均增速为6.8%，也已经基本恢复至疫情前的水平。2月制造业PMI为50.6%，非制造业PMI录得51.4%，均连续三月回落，但仍处于荣枯线上方。生产和新订单指数仍处于扩张阶段，但扩张速度明显放缓，同时，原材料库存和产成品库存也随之回落，说明需求增速有所下滑带动企业主动减库存。2月新订单减产成品库存所代表的经济动能指数较1月稍有反弹，但整体点位偏低。

图 2.1 工业强劲复苏

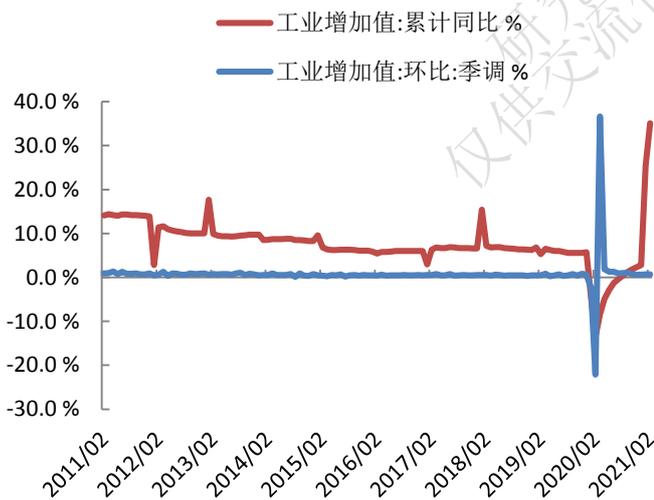
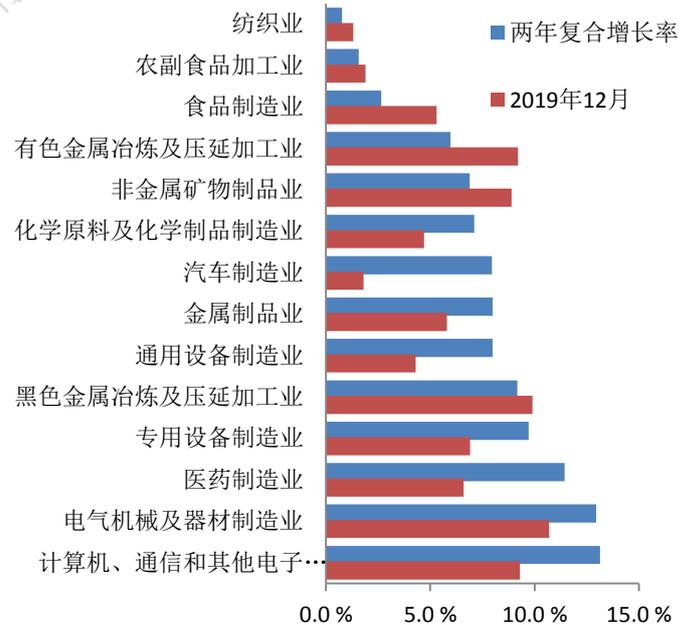


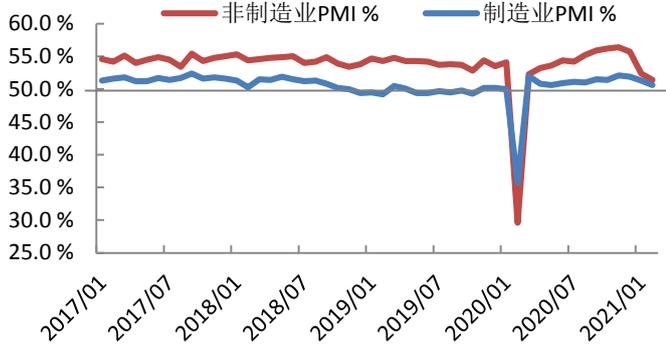
图 2.2 分行业表现



资料来源: Wind 资讯 南华研究

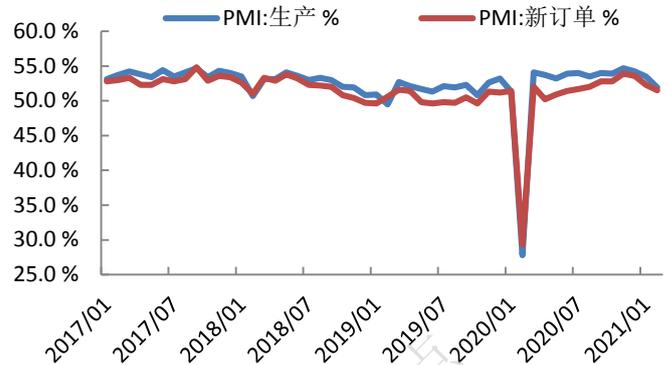
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.3 PMI 高位回落



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.4 PMI 生产与需求均回落



资料来源: Wind 资讯 南华研究

## 2.2 投资结构将发生转变

今年经济数据乍一看非常强劲,但这主要是受基数影响,从过去两年复合增长率来看,今年1-2月固定资产投资两年复合增长率由疫情前的5.7%降至1.0%,2月环比增长2.43%,略高于去年底。投资增速弱于市场预期,主要是受基建和制造业拖累。

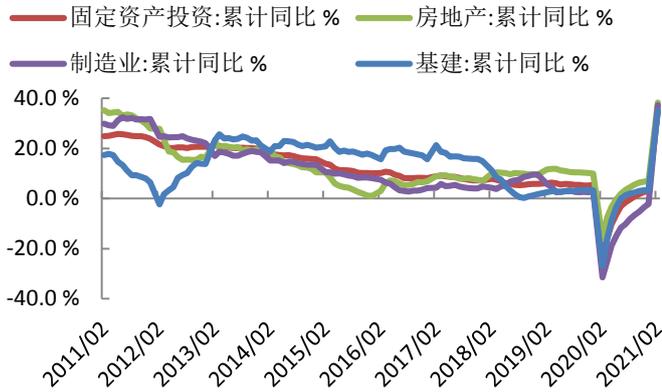
房地产韧性较强,1-2月房地产投资两年复合增长率为7.6%,略高于去年1-12月累计同比的7.0%,在监管政策收紧的情况下仍能保持平稳增长。房地产销售两年平均增长11.0%,房地产开发资金来源两年平均为11.7%,销售和资金来源均保持高景气度,房价也保持温和走升态势,这缓解了房地产企业的现金流压力。但土地购置费和土地成交价款出现明显回落,新开工也明显放缓,将会影响后续施工和竣工,加上房贷规模限制及房企“三道红线”等监管政策仍将打压地产销售和 investment,预计房地产投资将保持稳中有降。

基建仍依赖政策支持,基建两年平均增长-0.7%,明显低于疫情前的2.6%和去年底的3.4%。由于1-2月专项债发行尚未启动,财政支出幅度偏弱,基建表现疲软,本次两会上的政府工作报告明确“宏观杠杆率为3.2%”、“今年拟安排地方政府专项债券3.65万亿元”,整体财政宽松力度超预期,随着专项债供给提升,资金逐渐落实到位,基建投资将有一定回升。

制造业投资内生动力增强。1-2月制造业投资两年复合增长率由疫情前的6.3%降至-3.0%,但主要是受短期疫情反复和春节假期影响。长期制造业投资将重回上行通道,原因有二:一是我国工业增加值增长十分强劲,其中高新技术链条和装备制造业增速领先,说明需求开始向好,PMI中的新订单和新出口订单均保持荣枯线上方,需求端保持修复;二是海外疫情尚未结束,对我国出口的促进作用仍未消失,加上美联储议息决议的鸽派声明,出口景气将至少持续至三季度。因此,内外需共振支撑制造业投资向好。

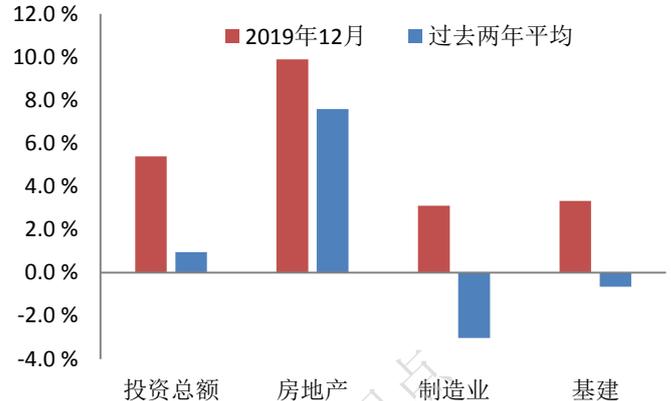
未来投资增长将由房地产拉动向制造业拉动转变,投资结构会得到优化。再叠加低基数效应,今年的投资增长将较为强劲。

图 2.5 基数效应下，投资大涨



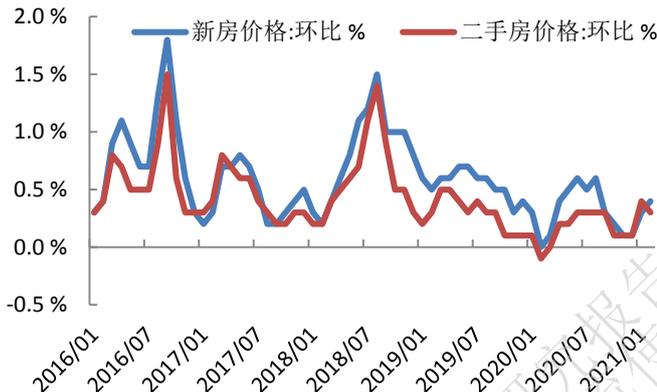
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.6 三大行业尚未恢复至疫情前水平



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.5 房价整体下滑



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.6 土地购置和成交价款均回落

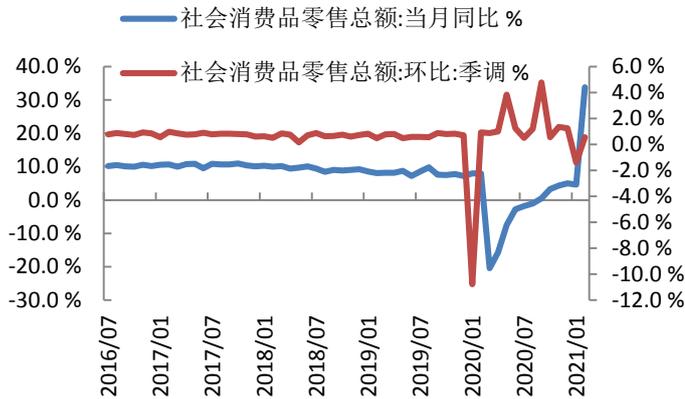


资料来源: Wind 资讯 南华研究

## 2.3 消费动力增强

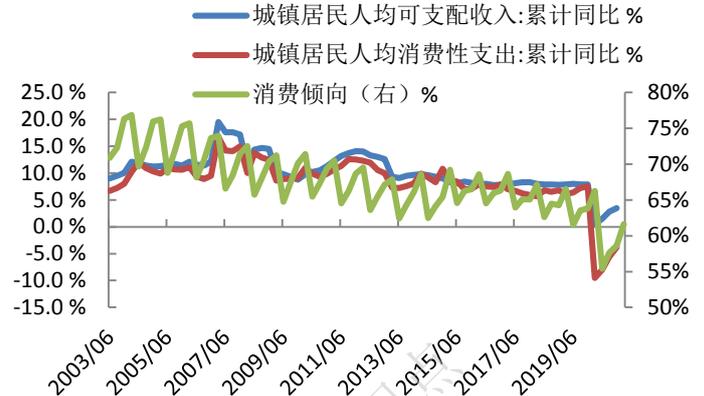
1-2 月社零两年复合增长率为 3.14%，较 19 年明显回落，但较去年已经有了明显的改善。扣除汽车后的社零两年平均增速为 2.9%，1-2 月季调环比也弱于往年同期，消费阶段性回落主要与年初疫情阶段性反复以及“就地过年”政策有关。疫情使得居民人均可支配收入明显下滑，收入下滑也会制约居民的消费意愿和消费能力，由于居民收入短期很难有大幅提升，因此收入端会继续制约消费端。分行业来看，可选消费整体有明显上升，通讯设备和汽车类在政策支持下保持领先石油消费偏弱；必需品消费整体也有较大改善，但服装类表现偏弱；地产相关的消费中家具表现较好。目前国内疫情控制得力，疫苗接种稳步推进，去年疫情抑制了婚礼、酒店、旅游等服务类行业的消费，后续此类消费将会有报复性反弹。此外，未来居民的高储蓄现象将回归常态，有利于消费和投资回升，居民的消费意愿和消费倾向都会得到一定改善，有利于消费内生动能的修复。

图 2.7 消费恢复偏慢



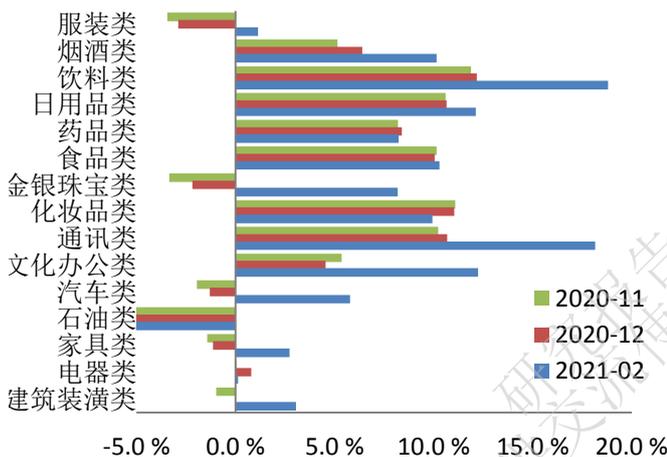
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.8 收入下滑压制消费意愿



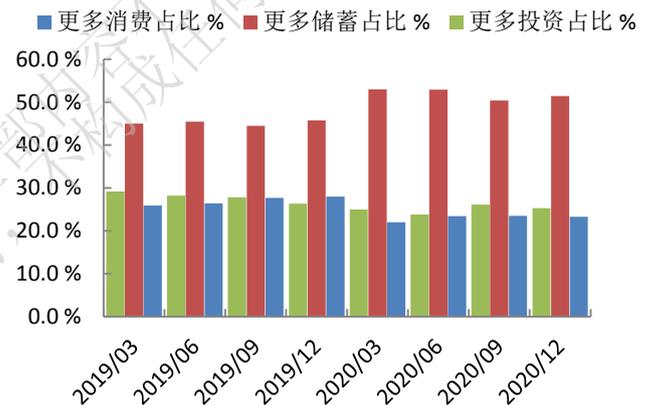
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.9 分行业消费两年均值



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.10 疫情打击投资消费意愿



资料来源：Wind 资讯 南华研究

## 2.4 出口大超预期

1-2 月我国进出口总值高达 8344.9 亿美元，增长 41.2%。其中，出口 4688.7 亿美元，增长 60.6%，进口 3656.2 亿美元，增长 22.2%。1-2 月出口总额和同比增速均创历史同期新高，出口数据大超预期主要原因有二：一是基数效应，去年同期受疫情影响，出口仅为 2919.7 亿美元，累计同比-17.4%，去年的深蹲导致了今年的跃升；二是海外需求加速修复，2 月全球综合 PMI 收为 53.2，环比走升 0.9 个百分点，美国服务业 PMI 收为 59.8，环比走升 1.5 个百分点，创六年来新高，海外经济回暖对我国出口有明显利好。2021 年 1-2 月出口两年复合增长率为 15.2%，进口两年复合增长率为 8.3%，剔除基数效应影响后出口表现依然强劲。分国家来看，我国主要贸易伙伴美国、欧盟、东盟和日本出口增速均大幅提升，美国仍是我国最大出口国，出口金额达 805.3 亿美元，占我国总出口额的 17.2%。

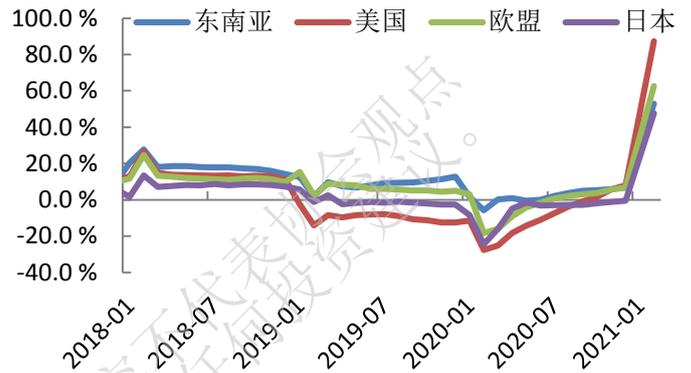
展望未来，疫苗接种进度不断推进，美国疫苗产量最晚将于 7 月份满足全民接种的需求，欧美等发达国家经济复苏态势显露，海外需求不断修复，将支撑我国出口继续高增。同时，做为我国最大的出口国的美国，已通过 1.9 万亿刺激方案，加上美联储 3 月议息决议鸽声一片，都将进一步提振美国乃至全球经济复苏的预期。此外，发展中国家疫苗推进速度较慢，供给端恢复也将弱于发达国家，供给不足导致的需求外溢也将利多我国出口，预计今年出口保持高位。

图 2.11 进出口大超预期



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.12 主要贸易伙伴出口同比大增



资料来源：Wind 资讯 南华研究

今年投资预计保持修复态势，消费内生动力更强烈于投资，加上净出口保持高增，预计 GDP 至少能达到 8%。三驾马车表现都不会太差，且消费对 GDP 的贡献有望增加，经济修复对于政策和出口的依赖度下降，经济增长结构得到优化。

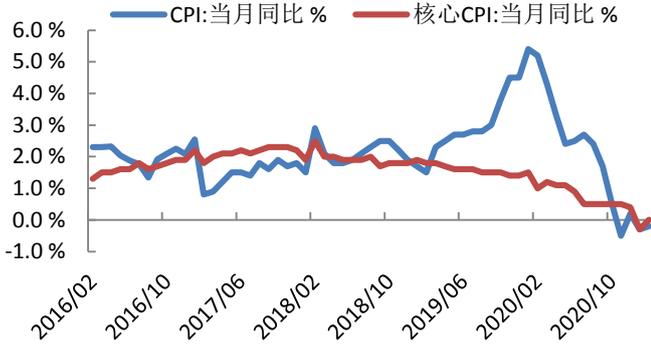
## 2.5 结构性通胀压力仍存

2 月 CPI 同比为-0.2%，一季度 CPI 处于通缩区间，主要是受去年高基数和猪价大幅回落拖累。去年受猪瘟疫情影响猪价大幅攀升带动结构性通胀，随着生猪产能的恢复，猪价持续走低，当月同比由去年同期的 135% 跌至今年 2 月的-14.9%。而去年底国内疫情的反复使得春运出行和旅游等服务类价格受压制，这也导致核心 CPI 的明显回落，1 月核心 CPI 降至-0.3%。此后，“就地过年”政策使得城镇消费走强，文娱类消费明显激增，最强春节档由此诞生，娱乐和服务类消费带动 2 月核心 CPI 小幅回升至 0%。一季度 PPI 如期转正，并迅速攀升，2 月 PPI 同比已经升至 1.7%，环比增长 0.8%。其中生产资料环比走升 1.1%，生活资料环比持平，一季度生产资料中的采掘工业表现最强，原材料工业次之。

当前海外经济走向复苏，中国出口和工业生产高速增长，大部分工业品价格随之走升，中上游价格上涨尤为突出。工业品价格的持续走升，叠加去年二季度 PPI 的基数将进一步走低，PPI 预计涨势迅猛，当前结构性通胀压力仍存。短期 CPI 和核心 CPI 方面保持低位，居民日常生活资料价格无明显走升，主要是猪价下跌制约 CPI 走升。但美国大幅放水刺激经济，海外通胀压力较大，需警惕输入型通胀发生，重点关注大宗商品价格变动。因此，我国全面通胀的概率很小，但阶段性的结构性通胀大概率会出现，预计会对债市造成

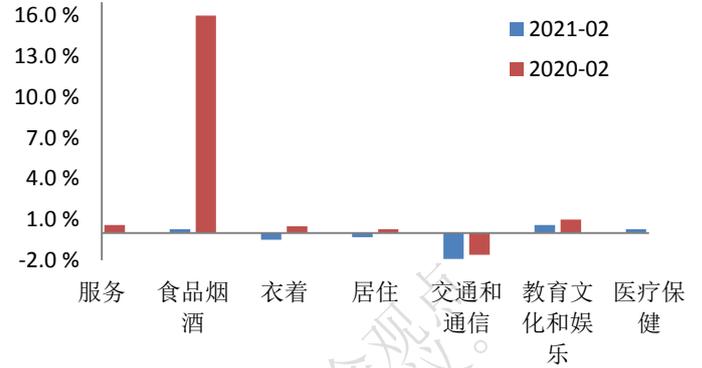
一定冲击。

图 2.13 CPI、核心 CPI 均走低



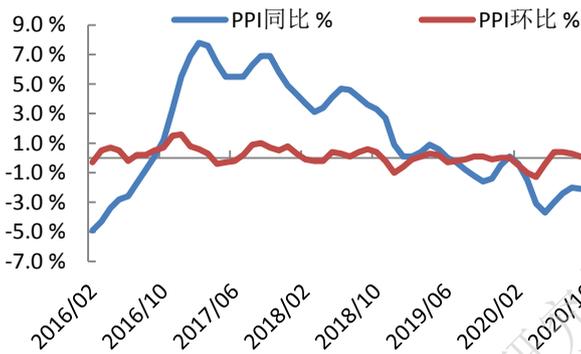
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.14 食品项大跌拖累 CPI



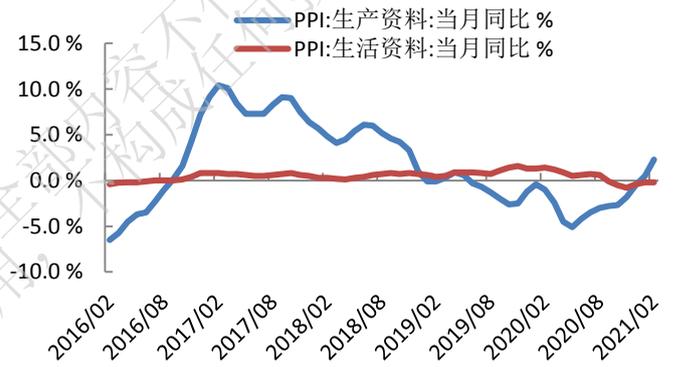
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.15 PPI 大幅走升



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.16 PPI 分项走势分化



资料来源: Wind 资讯 南华研究

## 三、货币政策回顾与展望

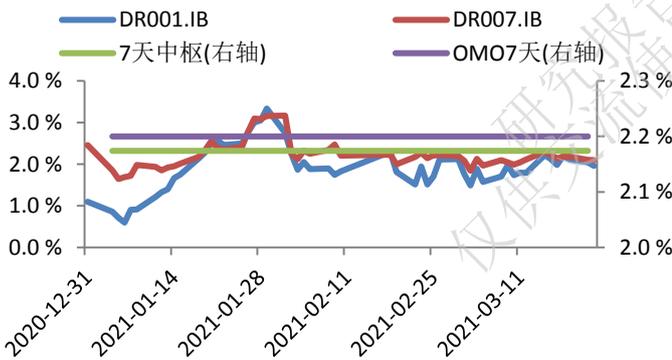
### 3.1 量稳价缩，资金波动收敛

市场对于货币宽松的博弈以及预期的不断修正自 2020 年末以来的主要逻辑。时间回到去年 12 月中下旬，央行在公开市场较大的投放力度一度使得隔夜质押回购利率回归到了“0 时代”，这一方面是由于此前永煤事件的影响仍未完全平息，需要流动性来预防系统性风险，另一方面压降结构性存款压力之下，银行机构中长期流动性较为紧张，加上跨年时点临近，资金缺口较大。12 月后半月公开市场净投放额达到 1.01 万亿，其中有 6500 亿为 MLF，流动性总量与结构上的压力都得到明显缓解，隔夜资金中枢接近两周维持在 1% 以下，宽松预期较为乐观。但资金利率过低也会引发一系列问题，例如流向房地产行业与股市，节后央行开始回收流动性，虽然资金利率逐步回升，但由于此前价格过低，流动性的常态化回归并没有引发市场过多讨论。预期的转变始于 1 月中下旬，

随着春节临近，考虑到往年春节时点都伴随着降息或降准等宽松手段，今年市场依旧抱有期盼。而随着资金压力渐显，公开市场方面却较为谨慎，资金价格明显攀升，1月末隔夜资金利率最高升至3.3%，超过此前的中枢水平100个bp以上，此时市场预期不再乐观。与此同时，监管层开始关注房地产、股市的价格泡沫，时任央行货币政策委员会委员马骏提出“有些领域的泡沫已经显现”、“货币政策要适度转向”等观点，则成为预期收敛甚至略微转向悲观的直接原因。自此政策何时转向这一议题成为了市场在考虑流动性时无法避开的问题，尽管春节后随着资金供需两端正常化，资金面逐渐回归充裕的水平，宽松预期也无法再回到季初那么乐观的状态。

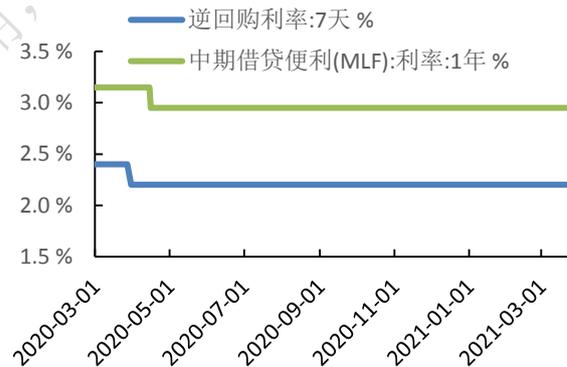
如果说市场的宽松预期与货币政策意图一度产生偏差，那么从流动性的实际情况来看似乎更能贴近货币政策的真正思路。从公开市场来看，一月央行投放5000亿MLF，TMLF与MLF到期量为5405亿，加上逆回购到期投放情况，净回笼资金2165亿元，二月净回笼3140亿元，全部为短端资金，三月截至23日，共净回笼资金300亿元。一季度合计净回笼量达到5605亿元，似乎印证了“政策转向”的说法。但如果从资金价格，也就是流动性真正的供需情况来考量，整个一季度7天期质押回购利率均值为2.21%，中位数在2.17%附近，基本满足央行“锚定政策利率”的说法。此外，春节后央行通过《金融时报》喊话，称“不应过度关注央行操作数量，重点关注的应当是央行公开市场操作利率、MLF利率等政策利率指标”，起到稳定预期的作用。“量缩价稳”是对于整个一季度市场流动性更为贴切的描述，“量缩”的原因是前期为了对冲信用风波加上临近跨年春节等时点，央行进行了大量的操作，因此在事件以及上述时点过去之后，回收市场上多余的流动性是顺理成章的事情。

图 3.1 一季度资金中枢偏离度不大



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.2 政策利率长期稳定



资料来源：Wind 资讯 南华研究

### 3.2 中枢不改，震荡加剧

我们预计二季度货币政策整体稳健中性的基调不会改变，但边际上可能会比一季度后半程的情况更加积极一些。前文中我们曾提到，资金价格和政策利率更加适合用来观测货币政策，目前我国经济仍在复苏进程中，生产与进出口起到拉动作用，投资与消费偏弱的结构未出现明显变化，经济增长能否较好延续仍存不确定性，货币政策转向收紧的可能性不大，基本面也不支持货币政策马上转向。

此外，在中枢保持稳定的前提下，二季度资金利率波动或将加剧，对债市的扰动也

**将有所放大。**春节假期过后，央行公开市场操作数量明显减弱，从往常动辄千亿的规模缩减到 100 亿上下，市场也称之为“地量”操作，其更多是体现了公开市场操作的延续性，起到引导预期的作用，对资金面的实际影响几乎可以忽略。而净投放几乎为零的同时资金利率保持稳定的主要原因来自资金的需求端，一方面今年春节元旦相隔时间较长，加上“就地过年”之下人们对于春节取现的需求不大，春节前后资金压力不及往年。另一方面，今年地方专项债提前批的额度缺席，利率债供给方面压力有限。需求疲弱之下自然不需要央行投放流动性进行对冲，资金利率保持稳定。

然而进入二季度以后，“地量”操作的趋势或难延续：从我们的月度超储率测算模型来看，2 月超储率水平接近 1%，指向当前流动性总量其实并不充裕，合理的资金价格源于供需双弱的格局。但后续需求偏弱的情况或有所变化，2021 年中央和地方预算草案所公示的数据显示今年利率债发行量较去年小幅回落，但跟往年比财政力度依旧很大，从我们根据往年利率债发行节奏进行测算的结果来看，二季度是年内发行高点之一。具体来看，以 3.2% 的赤字率结合预算草案中给出的数据可得到今年赤字规模约为 3.57 万亿，中央财政赤字 27500 亿元，地方一般债 8200 亿元，新增专项债限额 3.65 万亿。同时我们根据近几年政金债发行偿付比均值预计政金债增量在 1.86 万亿左右。总体来说，今年利率债新增的规模总计约 9.08 万亿，较去年有所回落，但相比疫情之前的几年，供给压力依然不小。而历史经验表明，二三季度往往是利率债发行的高峰期，加上一季度专项债提前批的缺席，发行压力可能向后顺延至二季度。另一方面，四月通常是年内的缴税大月，二者压力叠加之下，市场需要流动性的支持，导致“地量”操作难以延续。操作规模扩张并不能说明利率中枢会有所改变，但资金价格波动加剧会是必然的结果。

图 3.1 金融机构超储率偏低

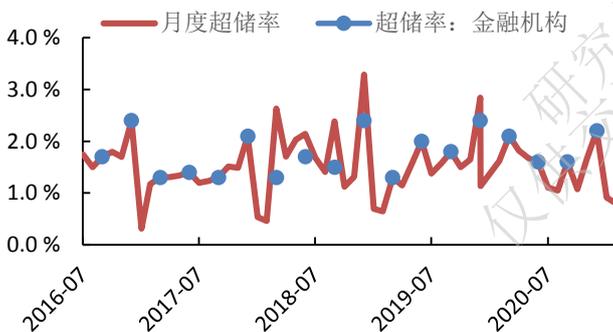
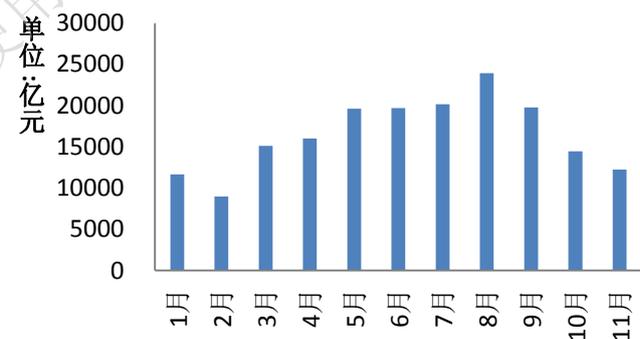


图 3.2 利率债发行集中在二三季度



资料来源: Wind 资讯 南华研究

资料来源: 南华研究

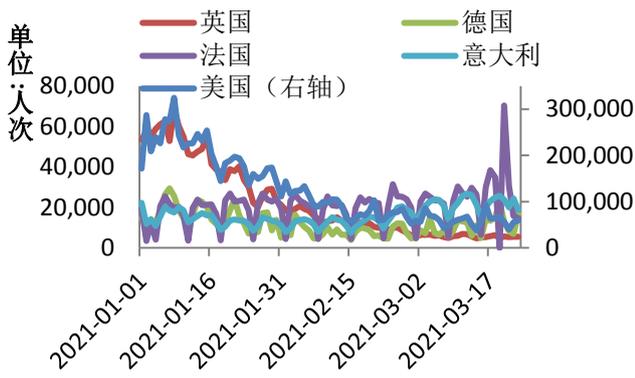
## 四、海外影响深化

### 4.1 疫情再生扰动

海外疫情逐渐得到控制，但疫苗事件扰动之下，欧美节奏分化。随着疫苗的普及，一月以来欧美几个主要经济体的当日新增确诊病例数据逐渐得到控制，其中英美两国下

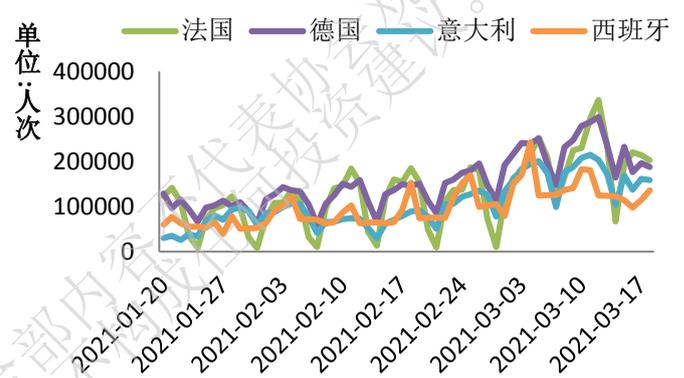
行趋势明显，这也与前期英美受疫情影响更为严重有关。此外，变异毒株对疫情控制形成干扰，三月中旬，德国、法国、意大利、比利时等欧洲国家新增感染人数同时上升，德国罗伯特·科赫研究所警告，改过新增病例再次成指数级上升。无独有偶，疫苗接种也并不是一帆风顺，意大利在发现了 8 例接种疫苗后的死亡案例和 4 例重症副作用案例后，率先停滞使用阿斯利康疫苗，截至当地时间 3 月 16 日，德国、意大利、法国、西班牙在内的 18 个欧洲国家都已暂停接种阿斯利康疫苗。疫苗事故直接导致每日接种数目增速放缓，除此之外，其对于民众接种意愿的影响可能更为深远。而由于美国疫苗接种较为顺利，且新增病例没有出现大的反复，疫情节奏或与欧洲出现分化，进而影响经济的修复速度。未来疫情逐步得到控制的趋势不会改变，市场对于新增病例逐渐回落，疫苗接种率上行的预期基本一致，但需警惕节奏分化所形成的预期差干扰市场判断。

图 4.1 海外疫情分化



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 4.2 疫苗推进受阻

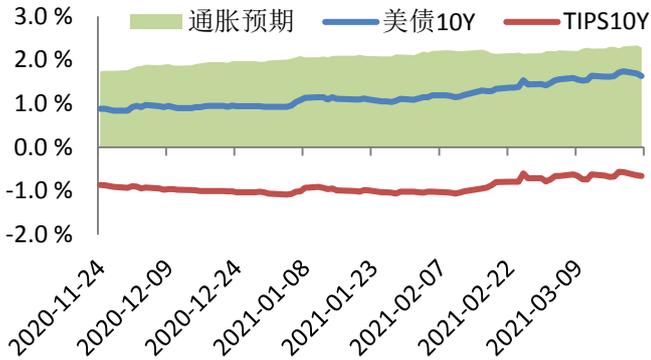


资料来源：Our World in Data 南华研究

## 4.2 美债收益率上行

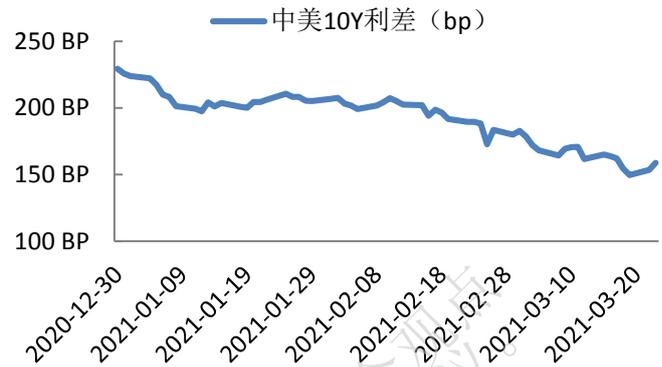
一季度美国债券收益率持续攀升，与通胀预期和经济修复有关，但更多还是源于经济复苏预期的不断抬升。自 1 月初以来，10 年期美债收益率整体上行幅度接近 70bp，一方面是由于表现良好的物价以及就业数据使市场对于经济修复的判断更加乐观。另一方面，在经济修复以及美联储宽松的货币政策之下，通胀形势不断升温，推动无风险利率上行。美债收益率飙升直接导致美股权益市场出现回调，而国内股市也跟随下跌，前期高估值资产受到打压。如果美债收益率继续上行，对国内债市会有什么样的影响呢？从这一轮美债上行的成因出发，我们认为更多在于经济预期而非通胀：用美国国债收益率与 TIPS（通胀指数国债）之差来描述的通胀预期自去年 11 月以来就伴随着疫情的好转逐步回升，上行幅度较为稳定，难以解释利率在短时间内的大幅蹿升。由于疫情控制节奏不同，国内经济修复较欧美有所领先，当下基本面预期也较为平稳，对利率影响有限。事实上，尽管美债收益率上行接近 70bp，截至 3 月 24 日国内利率水平较一季度初差距仅仅在 5bp 以内。此外，目前中美 10 年期国债利差仍在 150bp 以上，有较厚的安全垫，美债上行并不会影响国内债市对外资的吸引力。

图 4.3 通胀预期升温



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 4.4 中美 10 年利差不断走低



资料来源：Wind 资讯 南华研究

通胀方面，尽管后续价格水平可能进一步抬升，但形成全面通胀的可能性不大，对货币政策压力有限。全球通胀预期不断抬升对海外市场的影响已经十分明显，但国内债市反映却有限。从通胀结构来说，目前核心 CPI 处于历史低位，尽管二季度在基数效应下 PPI 增速可能进一步冲高，但两者合力形成全面通胀的可能性不大。另一方面，疫情以来我国货币政策相较于海外主要经济体明显更为克制，通胀冲击之下也更能应对自如。易纲行长在近期出席圆桌论坛时也曾提到：“我们有较大的货币政策调控空间。”

## 五、国债期货存交易性机会

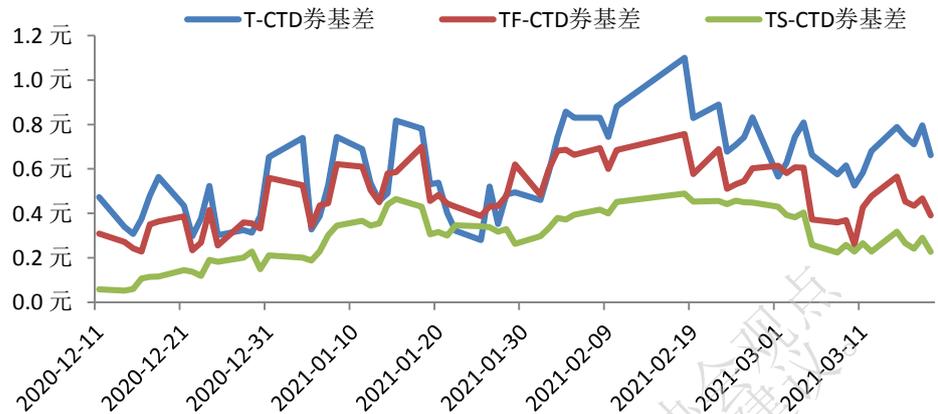
### 5.1 国债期货做空时机需等待

通常，国债期货与现券走势较为一致。短期股市持续调整打压市场的风险偏好，叠加极稳定的资金利率，债市处于多头氛围之中，国债期货短期预计延续上行。但由于经济处于复苏期，通胀存在结构性压力，加之供给高发期将至，债市风险正不断积蓄。国债期货短期存在交易性机会，但中长期仍有调整风险，趋势性行情仍未到来。操作上，建议短期多头持有，但应严格控制仓位，待行情回归基本面，可择机做空。

### 5.2 做多基差胜率更高

一季度 T2006 合约基差整体先上后下，CTD 券一直是 200006，自 2 月初主力合约移仓之后，基差整体是回落态势，主要原因有二：一是 06 合约价格明显低于 03 合约，主力合约切换导致基差水平跃升，做空基差可以从贴水中获利；二是春节后债市多头情绪主导行情，投资者在期货端博反弹使得期货端更强于现货端，带动基差走低。展望未来，当前基差水平整体偏低，继续做空基差收益有限，待行情回归基本面，债市将面临调整压力，届时套保盘将推升基差，做多基差胜率较高，但需等待时机。

图 5.1 主力合约 CTD 券基差水平偏低

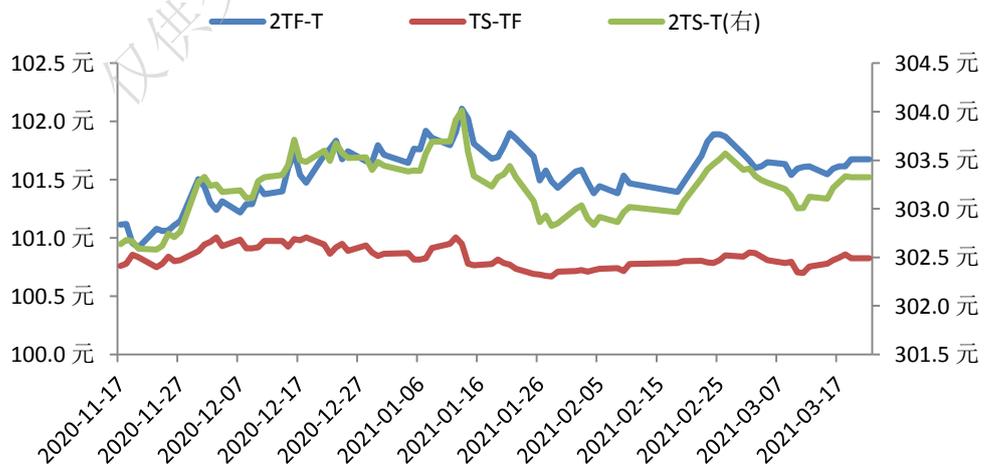


资料来源: Wind 资讯 南华研究

### 5.3 跨品种套利机会有限

一季度债市走出了熊平行行情, 国债 10Y-1Y 利差小幅回落, 1 月下旬 2TS-T 自 304 元降至 302.85 元, 是一次较为明显的套利机会, 主要原因是 1 月市场对货币政策的乐观预期得到修正, 短端债市大幅调整。展望二季度, 若经济数据明显向好, 通胀预期再起, 长端债市将承压, 但供给高发也会引发资金面紧张, 短端也难独善其身, 预计收益率曲线套利的机会不大。

图 5.2 跨品种价差波幅较小

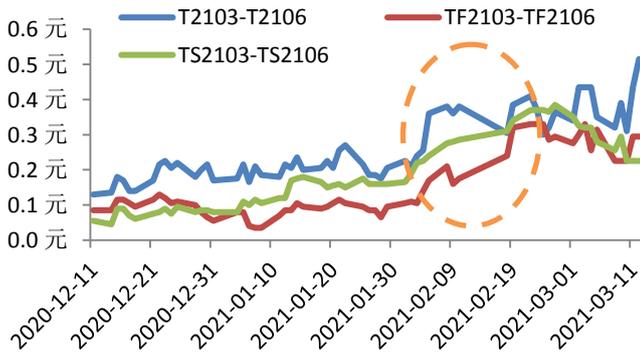


资料来源: Wind 资讯 南华研究

## 5.4 09 合约缺乏流动性，暂不推荐跨期策略

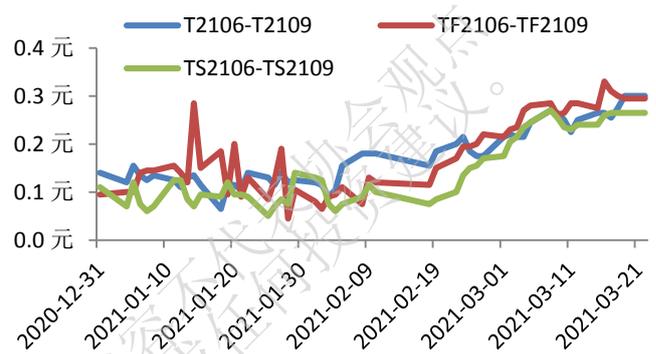
跨期策略的精髓在于，预测多头和空头的移仓节奏。2 月份 03 合约移仓，价差小幅走升，套利机会有限。当前 09 合约流动性不足，主力合约自 06 合约向 09 合约转移通常在 5 月中旬开始，预测两个月后的 06-09 价差走势准确率极低，故暂不推荐跨期策略。若进入 5 月份之后，基差水平较高，空方预期基差会逐渐收敛，对空头不利，则空方可能会率先移仓，将使得近月-远月价差升高。

图 5.3 03-06 跨期价差走升幅度有限



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 5.4 06-09 跨期价差走升



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“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：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



研究报告全部内容不代表协会观点  
仅供交流使用，不构成任何投资建议。