

作者：金融衍生品组 牛秋乐

摘要：

执业编号：F0268914（从业） Z0002616（投资咨询）

联系方式：010-68578820 / niuqiule@foundersc.com

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

成文时间：2021年4月5日星期一

一季度国债期货利空因素逐步弱化，虽然市场仍处于筑底过程中，但距离我们预期的拐点不断接近，在此过程中预计国债期货价格将逐步震荡抬升。我们继续维持本轮利率周期在今年年中左右结束，上半年收益率逐步探顶，利率债价格筑底，下半年机会大于风险的判断。

从债市主要运行逻辑来看，基本面上，预计 1-2 季度国内经济同比有望保持高增长，边际增长尚未进入快速下滑通道，债市利空逐步弱化，但利多驱动仍然不足，这决定了收益率上行空间有限，但趋势性拐点尚未到来，国内经济周期与金融周期在年中前后有望转向对利率债有利的条件。政策层面，央行货币政策更加趋向于日常化操作，印证了“不应过度关注央行操作数量，更应关注操作利率”的政策导向。在不急转弯的总体思路下，不管是财政政策还是货币政策的退出均较为缓慢，国内政策对债市影响有限。4 月份一级市场预计将迎来地方政府债券发行的高峰，可能对利率债市场形成一定的压力，二级市场收益率继续向上的空间有限。海外市场，随着经济快速修复叠加通胀预期显著提升，海外主要经济体国债收益低位回升，作为全球金融资产定价之“锚”的美债收益率快速上行，最高达到 1.8% 下方，逐步接近我们预期的 1.8%-2.0% 的目标区间，并引发金融市场大幅波动。从内债的反应上来看，对外部压力的反应有限，这与疫情冲击下各个经济体复苏进度以及货币政策条件有关，我们认为国内外利差水平的收敛对国内债券市场的影响有限，目前我国国债在全球市场上的吸引力仍然较为明显。

总体来看，我们继续维持对国债期货的乐观判断，拉长周期继续建议做好逢低配置，锁定较高收益率水平，等待年中以后甚至更长时间维度的趋势性机会。



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

请务必阅读最后重要事项

国债：利率周期拐点临近 国债期货长期向好

方正中期期货研究院 牛秋乐

目录

第一部分	国债期现货市场走势总结	1
第二部分	基数效应下数据同比大增 国债收益率继续上行空间有限	2
第三部分	国内经济乐观预期增强 政策对冲需求下滑	5
第四部分	政府债券将迎来发行高峰 收益率周期拐点临近	7
第五部分	中国债券纳入三大主流指数 相对配置价值仍然较高	10
第六部分	期货价格技术与展望	13
第七部分	总结全文和操作建议	17

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。

第一部分 国债期现货市场走势总结

一季度国债期货利空因素逐步弱化，虽然市场仍处于筑底过程中，但距离我们预期的拐点不断接近，在此过程中预计国债期货价格将逐步震荡抬升。

基本上，预计 1-2 季度国内经济同比有望保持高增长，边际增长尚未进入快速下滑通道，债市利空逐步弱化，但利多驱动仍然不足，这决定了收益率上行空间有限，但趋势性拐点尚未到来。国内经济周期与金融周期在年中前后有望转向对利率债有利的条件，国债期货的利多因素将随着时间的推移不断释放。从近期公布的数据来看，利率债的核心指标应该对市场形成一定的利空。但我们发现，国债期现券市场对相关利空的反应逐步钝化，对海外市场收益率回升的反应也极为有限，这说明当前国内的收益率水平已经充分体现了经济与政策预期。

从金融市场大类资产表现来看，近期市场不确定性因素明显增多，国际政治局势不稳、部分地区疫情出现反复、政策想象空间收窄，美国新一轮财政刺激落地后，国际市场关于财政和货币政策进一步放松的预期已经明显降低，叠加经济复苏和通胀上行压力，海外市场收益率水平趋于上行，金融市场面临估值调整压力，近期不管是股票市场还是商品市场波动明显增加，市场风险偏好下降。国内债市作为率先完成估值调整的品种，已经具备明显的配置价值。

外部条件对国内利率债形成一定的负面影响，随着海外经济复苏和通胀上行压力，主要经济体国债收益率水平趋于上行。海外主要央行宽松政策的溢出效应导致新兴市场国家通胀压力大幅上行，巴西、土耳其、俄罗斯等部分新兴经济体相继宣布加息，这也进一步加大了相关国家国债收益率上行的速度，国内债券收益率与主要经济体的利差收窄。从内债的反应上来看，对外部压力的反应有限，这与疫情冲击下各个经济体复苏进度以及货币政策条件有关，我国是率先走出疫情冲击并实现货币政策正常化的经济体，国债收益也已经回到正常区间。这导致国债收益率的步调显著错位，即使海外收益率水平继续上行，对国内的影响也极为有限。

总体来看，我们继续维持对国债期货的乐观判断，拉长周期继续建议做好逢低配置，锁定较高收益率水平，等待年中以后甚至更长时间维度的趋势性机会。



图 1-1：长周期下国内收益率水平趋于下行

数据来源：wind 资讯、方正中期研究院整理

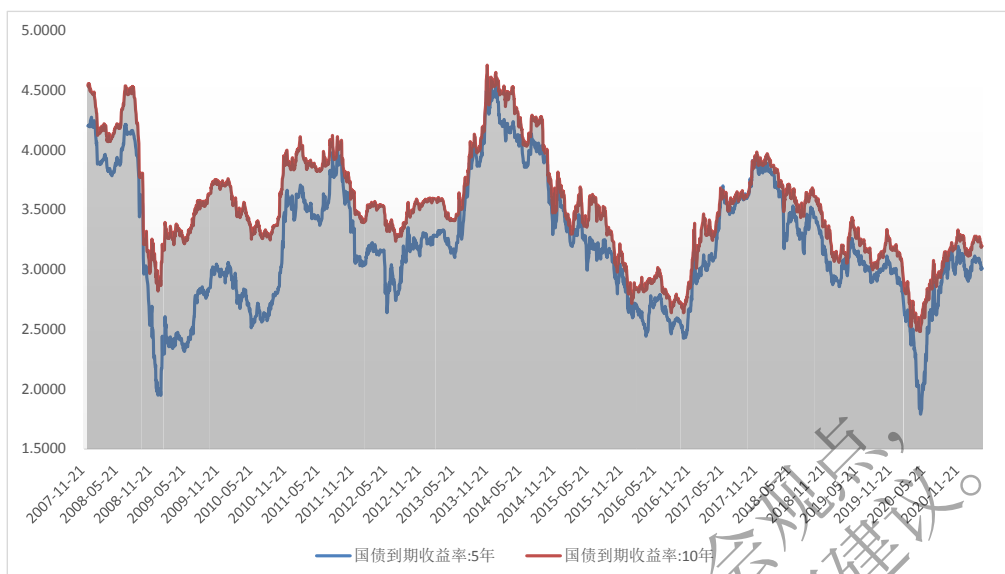


图 1-2：本轮利率上行阶段步入尾声

数据来源：wind 资讯、方正中期研究院整理

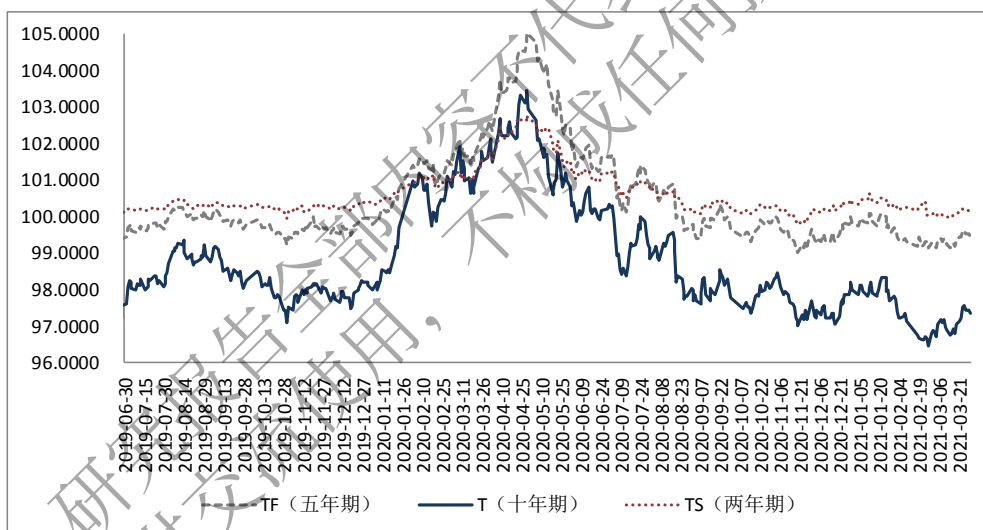


图 1-3：国债期货价格筑底回升

数据来源：wind 资讯、方正中期研究院整理

第二部分 基数效应下数据同比大增 国债收益率继续上行空间有限

一季度国内经济运行基本符合我们预期，在经济继续恢复并向潜在增速回归的同时，去年疫情导致的基数效应对同比数据产生巨大影响，全年经济将呈现前高后低表现，上半年各项经济数据严重失真。由于去年疫情对国内经济的冲击集中上半年，今年一、二季度经济数据受到基数效应影响较大，中性预期下一季度 GDP 增速有望达到 15%以上，二季度仍有 8%-9%左右的高增速，三、四季度经济受基数效应的影响逐步弱化，GDP 增速回归之 6%-7%的水平，全年经济增长有望达到 8%以上。目前市场对于经济基本面的判断存在一定的分歧，矛盾主要集中于经济运行的形态判断，边际上会不会有二次高点。但从长期节奏上前

高后低，经济逐步向潜在增速回归是确定性的，这决定了经济数据对于债市的影响在弱化，压力逐步减轻。从利率债自身情况来看，市场收益率水平在去年下半年以来已经显著回升，今年经济条件前高后低相对确定，随着经济增速边际递减，利率债的配置价值将会逐步体现。在节奏上，我们认为上半年收益率探顶、价格波动筑底，下半年收益率高位回落，价格逐步走高。

从内债核心影响因素上来看，由于低基数原因，国内一、二季度国内各项经济同比数据将保持高增长。产出端继续改善，1、2月规模以上工业增加值累计同比增速为35.1%，超过预期的32.2%，显著超过去年12月的2.8%。虽然低基数造成一定影响，但主要行业本身也保持一定的增长，尤其是中下游制造业表现较好。需求端，投资需求方面，1、2月城镇固定资产投资累计同比增速为35%，略低于预期的40.9%，较去年12月的2.9%明显增长；其中房地产、基建、制造业投资1、2月累计同比增速分别为38.3%、34.95%、37.3%。投资增速大幅回升主要是基数原因，实际表现平稳。其中房地产投资即使排除基数作用也依然明显超预期。基建投资和制造业投资不温不火。消费需求方面同样受到基数作用的影响，1、2月名义社会消费品零售总额累计同比增长33.8%，略超预期的32%，较去年12月4.6%大幅上升。受益于国内外经济的共振复苏，1、2月出口金额累计同比增长60.6%，远超预期的40%；进口金额累计同比增长22.2%，超预期16%也更好。经济回升在企业利润端体现也非常明显，1-2月工业企业利润累计同比大增179%，基数效应与涨价因素共同作用于工业原材料端，即使将2020-2021年统筹考虑，相对于2019年及过去五年均值仍然较高。从先行指数来看，3月份中国制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合PMI产出指数分别为51.9%、56.3%和55.3%，比上月上升1.3、4.9和3.7个百分点。数据显示国内经济仍处于主动加库存阶段，近期数据预计保持乐观。

物价方面，2月CPI同比降0.2%，预期降0.5%，前值降0.3%；2月PPI同比涨1.7%，预期涨1.5%，前值涨0.3%。物价稍高于市场预期，但整体仍处于低位，对债市压力有限。目前市场担忧的通胀主要来自于PPI端，由于全球疫情好转，经济复苏进程加快，叠加全球流动性充裕，大宗商品上涨对国内形成输入性压力。我们认为，对于全球大宗商品上行引发国内通胀压力不必过于担忧，因为过快上行的工业品价格可能会损伤经济复苏的势头，物价快速走高与全球货币政策宽松的搭配预计难以长时间维持，收益率继续上行可能导致估值泡沫破裂，从而引发市场风险偏好回落。同时由于疫情防控的效果不同，不同经济体复苏的步伐也有差异，去年下半年国内经济和政策已经基本恢复常态，国内债券收益率也率先回到疫情前的水平，因此，近期海外债券收益率回升对国内影响有限。另外国内货币超发并不明显，且已经率先实现货币政策的正常化，物价大幅上行风险不大，物价与债市收益率的相关度仍将保持低水平。

总体来看，当前经济同比增长严重失真，虽然国内外共振复苏仍在延续，但国内边际增长速度已经明显弱于去年，对利率债市场收益率的拉升作用有限，且随着时间向后延续，利率债的核心驱动因素将会逐步体现。我们认为，经济表现对债市的核心影响仍取决于边际变化，国内收益率快速上行的阶段在去年下半年已经完成。从经济层面来看，利率债转折点可能要到二、三季度，期间边际恢复增速递减是确定的，利率债的压力相应减轻，收益率继续上行空间有限。

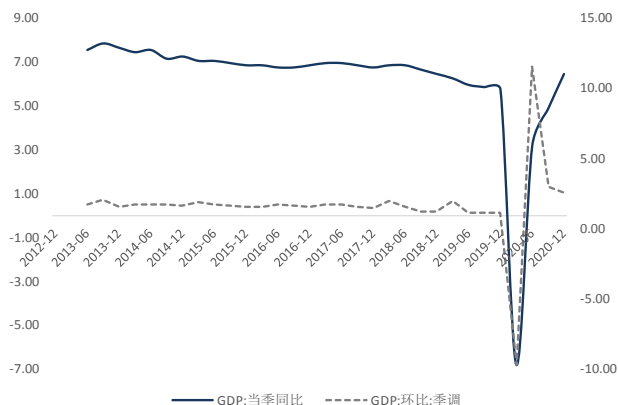


图 2-1: 国内 GDP 经济同比数据将大增

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

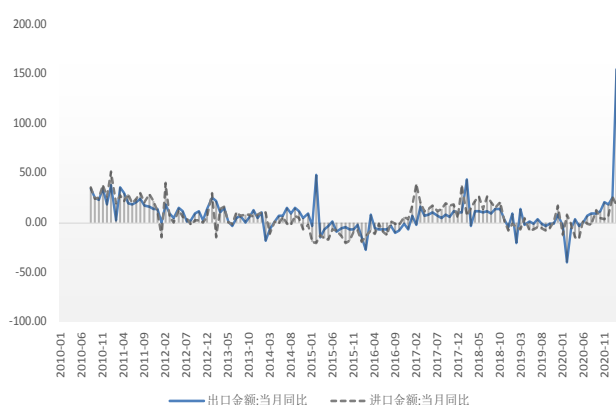


图 2-2: 外贸增长大超预期

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

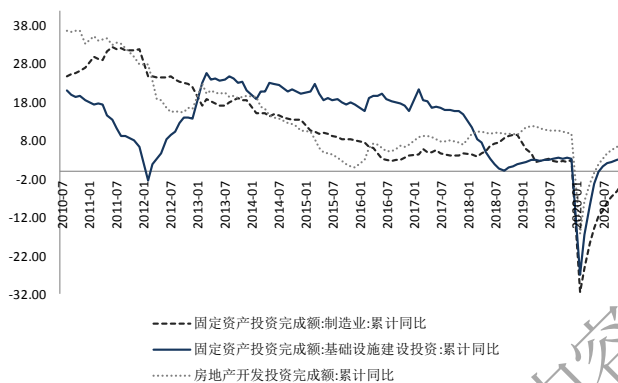


图 2-3: 投资增速有望保持高增长

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理



图 2-4: 消费将缓慢恢复

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

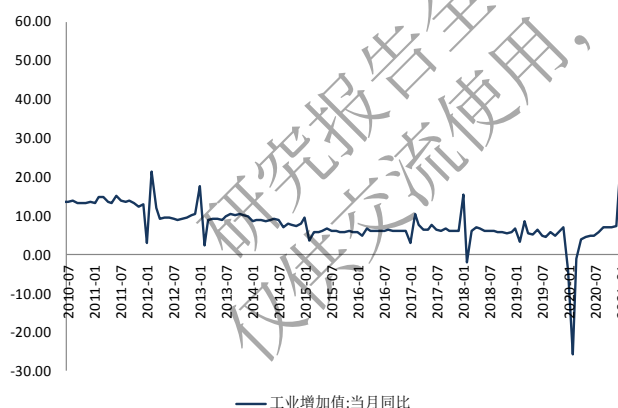


图 2-5: 工业增加值大幅回升

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

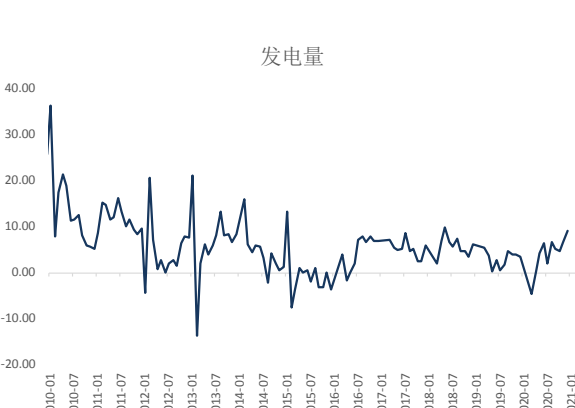


图 2-6: 发电量数据

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理



图 2-7: 制造业继续扩张

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

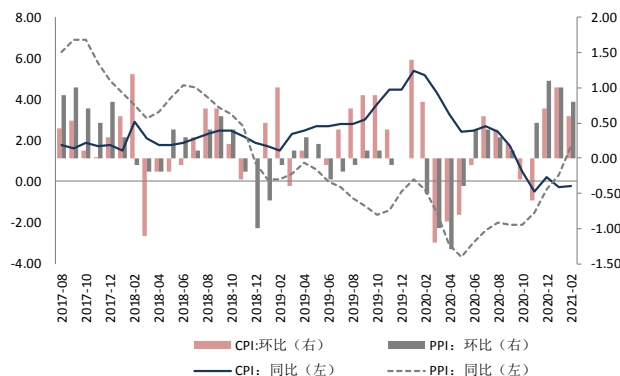


图 2-8: PPI 端仍存上行压力

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

第三部分 国内经济乐观预期增强 政策对冲需求下滑

政策方面, 两会政府工作报告以稳为主, 货币政策强调“灵活精准、合理适度”, 政策将继续向常态回归, 财政政策退坡力度低于市场预期, 财政赤字与新增专项债额度均小幅回落, 政策上对债市影响有限。从经济层面来看, 转折点可能要到二、三季度, 期间边际恢复增速递减是确定的, 利率债的压力相应减轻, 收益率继续上行空间有限。随着对国内经济乐观预期的增强, 央行一季度货币政策例会会对国内经济的判断为“发展动力不断增强, 积极因素明显增多”, 相较于上次会议的表现更加乐观, 在下一阶段工作的表述中删除了“不急转弯”, 预计政策的对冲需求将继续减弱。

2021 年结构性货币政策逐步回收与总量性政策保持稳定将是货币政策的主要搭配。目前国内货币政策的总基调是“灵活精准、合理适度”, 在狭义流动性层面的主要目标是让市场利率围绕政策利率运行, 因此政策操作的灵活性和可预期性大幅增强, 资金面保持紧平衡; 在广义流动性层面, 以保持 M2、社融增速与名义国内生产总值增速基本匹配为目标, 基于我们对 2021 年国内 GDP 名义增速 12% (实际增速 9%, 物价增长 3%) 的预期, 预计 M2 增速在 11% 以内, 社融增速在 12% 左右。2 月份, 社会融资规模增量为 1.71 万亿元, 新增规模创历年 2 月新高, 比上年同期多 8392 亿元; 人民币贷款增加 1.36 万亿元, 同比多增 4529 亿元; M2 同比增长 10.1%, 增速分别比 1 月末和上年同期高 0.7 个和 1.3 个百分点。数据反映实体经济融资需求较为旺盛, 信贷供需两旺。

央行货币政策更加趋向于日常化操作, 印证了“不应过度关注央行操作数量, 更应关注操作利率”的政策导向。在不急转弯的总体思路下, 不管是财政政策还是货币政策的退出均较为缓慢, 对应大类资产交易机会由风险资产向避险资产的切换也会是渐进的过程, 期间市场的波动会加剧。国内政策在逐步回收的同时, 更加强调政策的稳定性和连续性, 央行 OMO 越来越成为一种常态化操作, 操作规模的指引作用弱化, 政策利率与市场利率的差距更能说明政策的导向。从央行政策来看, 3 月全月公开市场维持 100 亿元低量滚动操作, 月中央行公开市场开展了 1000 亿元中期借贷便利 (MLF) 操作对 3 月到期的 1000 亿元 MLF 进行等额续作, 结束 MLF 连续 6 个月进投放的节奏。货币市场资金面波动较小, 这可能也是政策的核心意图, 随着 4 月份政府债券发行放量等因素对资金面的扰动, 预计央行对冲力度也将逐步提升。总体来看, 货币条件对债市暂时不会形成较大干扰。

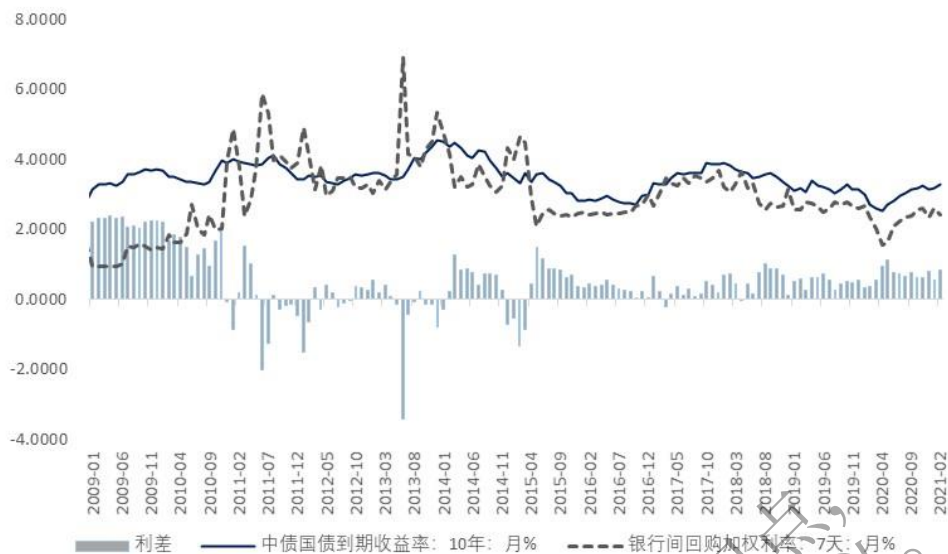


图 3-1: 长债收益率与短期资金成本相关性较高

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

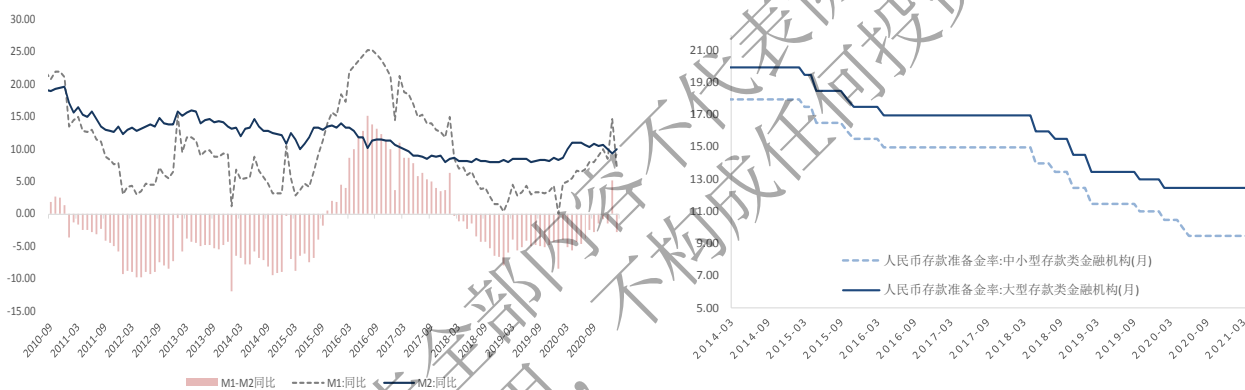


图 3-2: 货币政策逐步回收

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

图 3-3: 存款准备金率连续未变

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

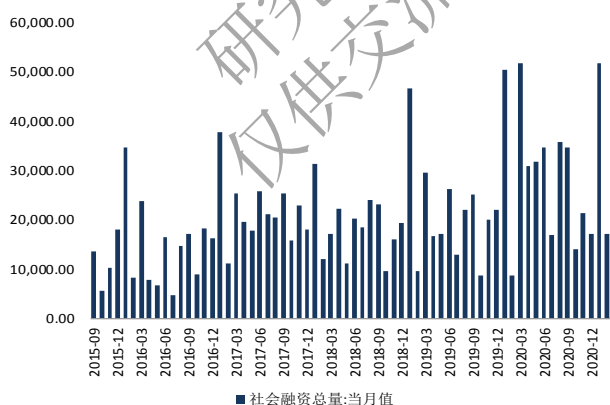


图 3-4: 社会融资总量

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

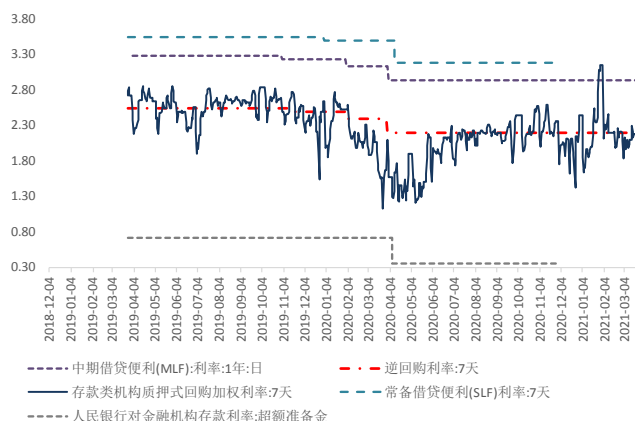


图 3-5: 货币市场资金面相对宽松

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

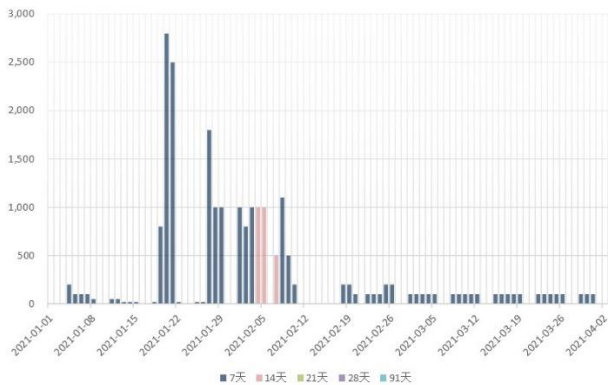


图 3-6: 公开市场滚动低量操作

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

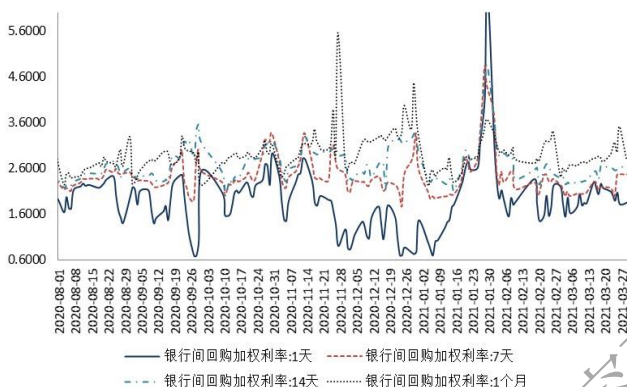


图 3-8: 银行间回购加权利率波动不大

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理



图 3-10: 同业存单收益率趋于稳定

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

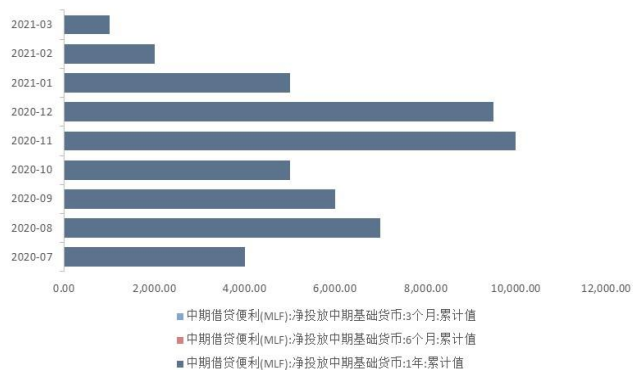


图 3-7: MLF 投放规模逐步降低

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

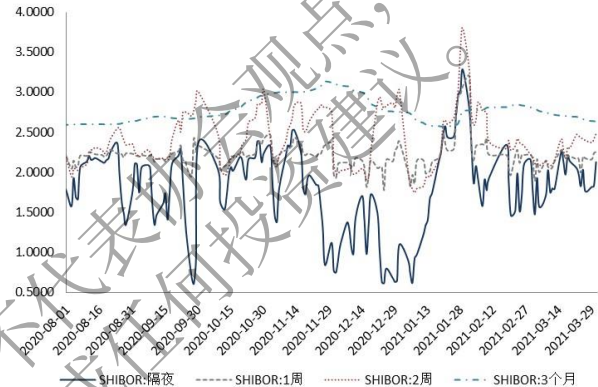


图 3-9: SHIBOR 利率保持稳定

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

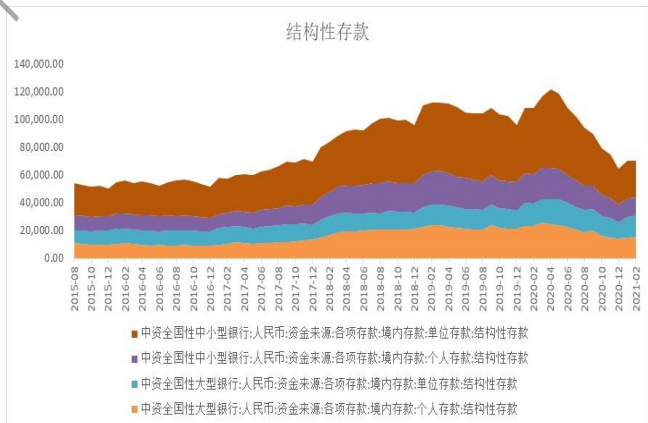


图 3-11: 结构性存款压降压力减轻

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

第四部分 政府债券将迎来发行高峰 收益率周期拐点临近

债券发行方面, 据统计, 1-3 月份, 债券市场共发行各类债券 14.25 万亿元, 总偿还量 10.96 万亿元, 净融资规模 3.29 万亿元。其中, 国债发行 1.44 万亿元, 地方政府债券发行 0.89 万亿元, 政策性银行债券

发行 1.57 亿元。截至 3 月末，债券市场存量余额为 117.3 万亿元。其中，国债存量余额为 20.8 万亿元，地方政府债券存量余额为 26 万亿元，金融债券存量余额为 28 万亿元。年初利率债发行规模较低，鉴于 2020 年为支持抗疫工作，提升财政政策的实施空间，国内利率债发行规模出现井喷。2021 年在国内经济已经恢复常态的情况下，特殊时期出台的各项财政政策也将逐步退出，政府债券发行规模较 2020 年小幅下降。根据 3 月份全国两会《政府工作报告》确定的各项目标来看，今年 GDP 增速定位 6%，低基数效应下，预计年内增长水平远高于该目标，因此其象征意义远大于实际意义；在财政政策方面，报告提出财政赤字率为 3.2% 左右，较 2020 年的 3.6% 明显下降。地方专项债设定目标为 3.65 万亿元，相较于去年 3.75 万亿的目标也有下调。虽然财政赤字率与专项债额度稍高于市场预期，但较 2020 年均有所下降，年内政府债券发行压力较 2020 年有所减轻，从发行节奏上来看，4 月份预计将迎来地方政府债券发行的高峰，可能对利率债市场形成一定的压力。

从二级市场来看，现券市场收益率基本已经完成筑顶过程，截至 2021 年 3 月 31 日，10 年期国债收益率报 3.21%，5 年期国债收益率报 3.00%，2 年期国债收益率报 2.80%，该收益率水平较 3 月中旬高点已经有所回落，但仍高于 2019 年年末以及 2020 年年初水平，目前基本处于 2018 年至 2019 年运行中枢附近，我们判断当前收益率水平继续上行空间有限，2021 年全年 10 年期国债收益率水平运行区间 2.8%-3.5%，鉴于收益率的绝对顶部难以准确把握，从配置的角度以及性价比上来看，当前收益率水平已经具备明显的配置价值。从周期角度来看，国内经济周期与金融周期在年中前后有望转向对利率债有利的条件，国债期现券市场的利多因素将随着时间的推移不断释放，国内利率周期将在 2021 年年中迎来周期轮换。预计本轮来自于 PPI 端的通胀压力以及海外债市收益率上行对国内利率品种的负面影响有限。我们短期的建议主要基于配置价值，在交易上仍存在短期驱动因素不足的状态，获利难度相对较大。但拉长周期来看，我们建议在期现券市场上捕捉收益率高点进行分批、分阶段配置，该价值将在年中以后得到回报。



图 4-1：建行-万得银行间债券发行指数

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理



图 4-2：债券市场发行与融资情况

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

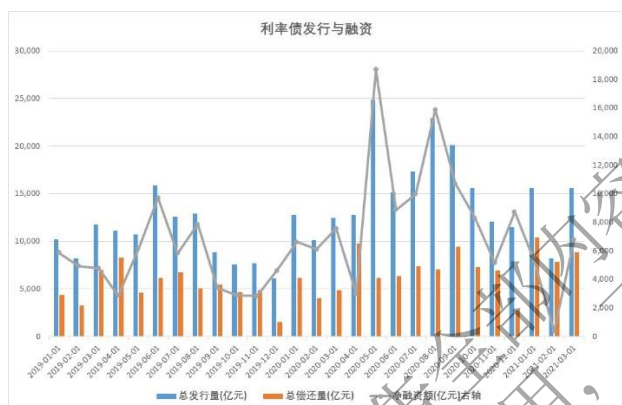


图 4-3：利率债发行与融资

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

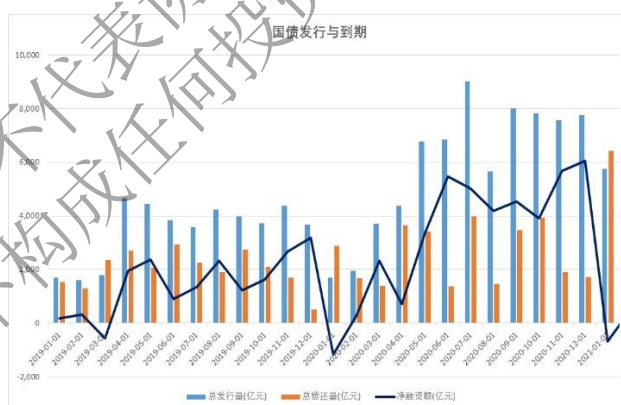


图 4-4：国债发行与融资

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理



图 4-5：地方政府债发行与融资

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理



图 4-6：政策性银行债发行与融资

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

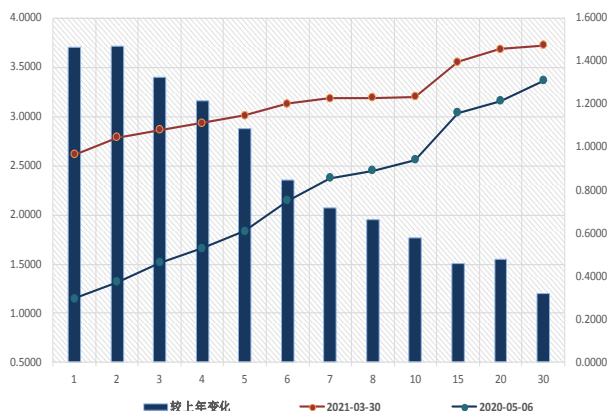


图 4-7: 国债收益率期限结构

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

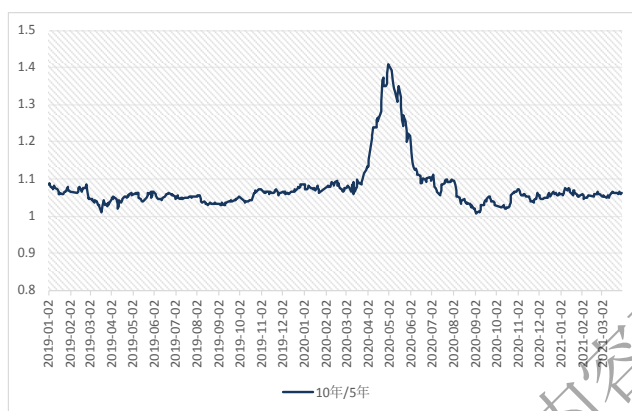


图 4-9: 收益率曲线形态变化不大

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

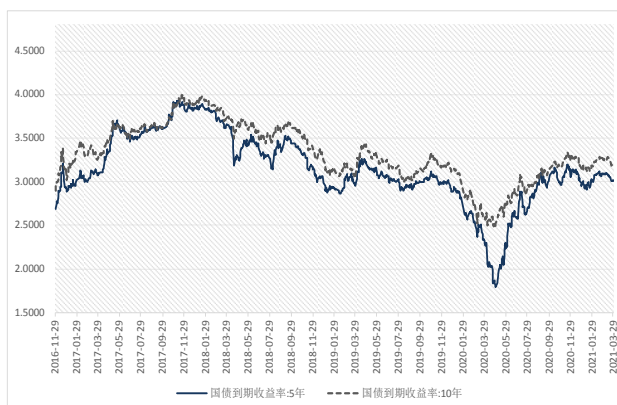


图 4-8: 国债收益率上行空间有限

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

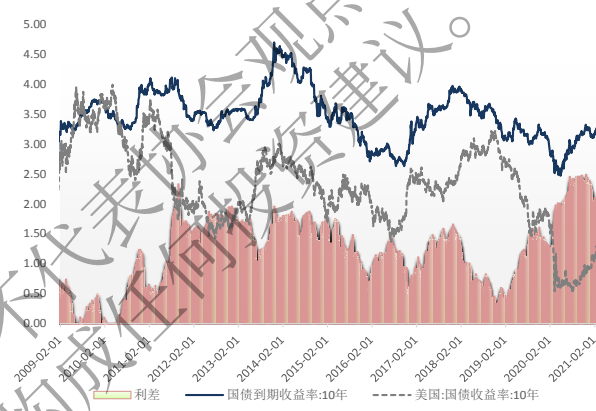


图 4-10: 中美国债收益率利差逐步回归

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

第五部分 中国债券纳入三大主流指数 相对配置价值仍然较高

3 月份海外主要央行议息会议保持当前宽松进度, 其中, 英国和欧洲央行货币议息会议维持当前宽松政策不变, 但未有进一步的政策推出; 美联储将基准利率维持在 0%-0.25% 不变, 点阵图预计将维持利率在当前水平直至 2023 年, 并且维持当前资产购买步伐直至充分就业和物价稳定目标取得实质性进展。另外, 美联储上调 2021-2022 两年的 GDP 增速预期, 下调 2023 年的 GDP 增速预期, 上调今后三年的 PCE 和核心 PCE 通胀预期, 维持长期 PCE 通胀预期不变, 鲍威尔表示没有必要对美国国债收益率上升做出反应。

虽然主要央行货币政策保持宽松, 但随着疫苗大规模接种展开、美国新一轮 1.9 万亿财政刺激落地, 经济快速修复叠加通胀预期显著提升, 海外主要经济体国债收益低位回升, 作为全球金融资产定价之“锚”的美债收益率快速上行, 最高达到 1.8% 下方, 逐步接近我们预期的 1.8%-2.0% 的目标区间, 并引发金融市场大幅波动。海外主要央行宽松政策的溢出效应导致新兴市场国家通胀压力大幅上行, 巴西、土耳其、俄罗斯等部分新兴经济体提前开启加息步伐, 这也进一步加大了相关国家国债收益率上行的速度。从外部条件来看, 国内债市面临一定的负面压力, 国内债券收益率与主要经济体的利差收窄。从内债的反应上来看, 对外部压力的反应有限, 这与疫情冲击下各个经济体复苏进度以及货币政策条件有关, 我国是率先走出疫情冲击并实现货币政策正常化的经济体, 基于经济复苏的节奏以及收益率回升的先后来看, 国内领先于主

要经济体两个季度左右，因此本轮海外收益率回升对国内收益率拉升作用有限。由于货币政策的脱钩更加明显，这会导致资产定价的混乱从而导致金融市场波动加剧。近期美元与美债收益率低位回升，统计上美元走高与国内债市收益率的表现呈现反向变动关系，而与国债价格呈正相关关系。因此，我们认为国内外利差水平的收敛对国内债券市场的影响有限，目前我国国债在全球市场上的吸引力仍然较为明显。

中央结算公司统计数据显示，截至 2021 年 2 月末，境外机构托管债券面额达 31524.69 亿元，环比增加 956.94 亿元，环比增幅为 3.13%。境外机构投资者已连续第 27 个月增持中国债券，这也是去年以来外资加速买入中国债券的结果，而且增持趋势仍有望延续。具体持有品种方面，境外机构主要持有国债与政金债为主，2 月份持有国债规模较 1 月份增加 618.29 亿，达到 2.06 万亿，占外资机构持有中国债券总规模的 65.56%，是境外机构最青睐的品种。另外，国内债券市场国际化进程继续加速，北京时间 2021 年 3 月 30 日凌晨，富时罗素表示，从今年 10 月 29 日开始，富时世界政府债券指数（WGBI）将正式纳入中国国债，并将在未来 36 个月内完成，完成后占指数权重 5.25%，这将为中国债市带来超过 1300 亿美元的被动资金流入，同时也意味着中国债券已经被纳入全球三大主流债券指数，外资对国内债券的配置力度也将随之增加。目前境外机构持有中国债券已超 3 万亿元，虽然占比相对于国内金融机构仍然不高，但增持趋势仍在不断加大，预计随着持有量的积累，将成为市场一股重要配置力量。从市场来看，即使在去年国内收益率快速上行阶段，海外资金的配置仍未减弱，说明外资对国内外利差以及人民币汇率配置价值的认可。从国内情况来看，收益率水平已经越过快速上行的阶段，利率债的估值水平相对于其他大类资产较为合理，配置上属于理想品种。



图 5-1：美国国债收益率变动情况

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

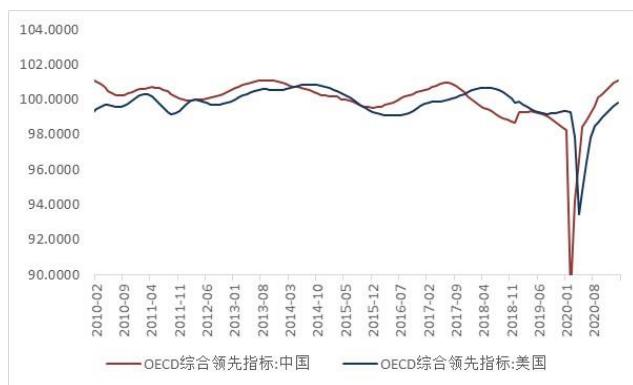


图 5-2: 疫情下中美经济复苏错位

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

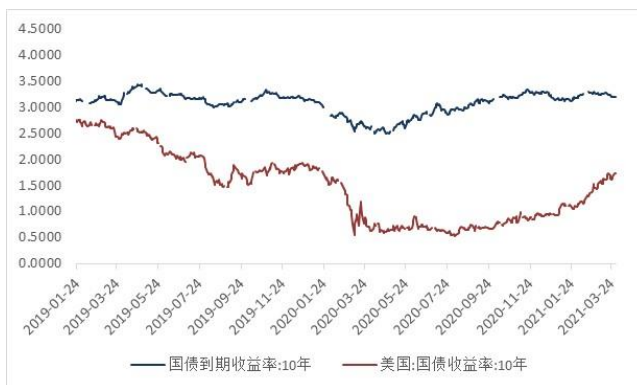


图 5-3: 中美国债收益率利差回归

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

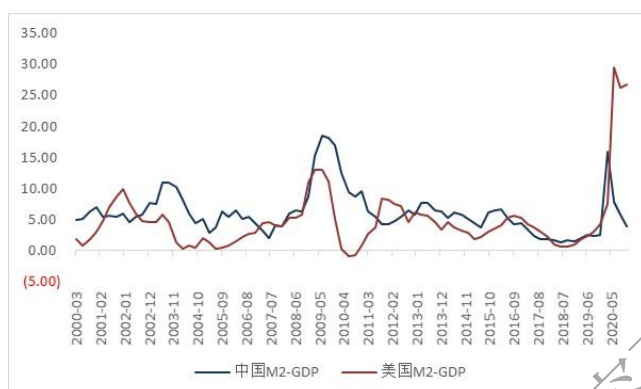


图 5-4: 中美货币政策仍存较大差距

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

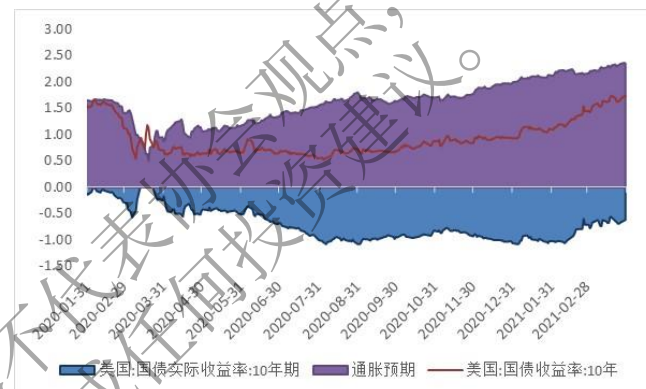


图 5-5: 通胀预期与实际收益率推升名义收益率

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

方正中期期货 债市主要参考指标跟踪 (2021年4月1日)										
经济基本面		GDP (季)	制造业PMI (月)	CPI (月)	固定资产投资累积同比 (月)	工业增加值同比 (月)	消费同比 (月)	外贸 (出口) 同比 (月)	外贸 (进口) 同比 (月)	城镇调查失业率 (月)
	本期	6.5	51.9	-0.2	35	52.34	33.8	154.9	17.3	5.5
	上一期	4.9	50.6	-0.3		25.40		24.8	26.6	5.4
货币政策		M2 (月)	社融 (月)	公开市场净投放 (亿元/周)	MLF净投放 (月)	MLF操作利率 (月)	存准率: 大型 (%) (不定期)	存准率: 中小型 (%) (不定期)	1年期LPR报价利率 (月)	金融机构超储率 (季)
	本期	10.1	17129	0	0	2.95	9.5	12.5	3.85	2.2
	上一期	9.4	51740	0	0	2.95	9.5	12.5	3.85	1.6
资金面		7天期逆回购 (不定期)	IBO007	GC007	SHIBOR: 隔夜 (日)	SHIBOR: 一周 (日)	DR001	DR007	6个月同业存单YTM (AAA)	1年期同业存单YTM (AAA)
	T日	2.2	2.4973	2.08	1.734	2.145	2.1283	2.1536	2.779	3.0372
	T-1日	2.2	2.9555	2.265	2.143	2.155	2.0945	2.2855	2.8032	3.0681
	T-30日	2.2	2.1856	2.37	1.457	1.964	1.8152	1.9951	2.9792	3.1234
		6个月国债 (日)	1年国债 (日)	2年国债 (日)	5年国债 (日)	7年国债 (日)	10年国债 (日)	15年国债 (日)	20年国债 (日)	30年国债 (日)
债市收益率	T日	2.241	2.5927	2.7594	2.9946	3.1829	3.2015	3.5476	3.6756	3.7143
	T-1日	2.3033	2.5816	2.7956	3.0019	3.1709	3.2069	3.5532	3.6776	3.7032
	T-30日	2.4035	2.6801	2.824	3.1187	3.2537	3.2854	3.6434	3.7728	3.8023
	T-180日	2.0729	2.096	2.4422	2.7935	2.9813	3.0019	3.43	3.5564	3.7
		中国10年债 (日)	美国10年债 (日)	德国10年债 (日)	意大利10年债 (日)	法国10年债 (日)	英国10年债 (日)	日本10年债 (日)	印度10年债 (日)	巴西10年债 (日)
全球债市 (10年期)	T日	3.2015	1.69	-0.31	0.633	-0.077	0.9065	0.122	6.177	9.34
	T-1日	3.2069	1.74	-0.27	0.663	-0.041	0.8582	0.104	6.143	8.89
	T-30日	3.2854	1.29	-0.38	0.655	-0.079	0.6999	0.104	5.99	7.71
		上证指数 (日)	深证成指 (日)	标普500指数 (日)	富时100 (日)	德国DAX指数 (日)	日经225 (日)	韩国综合指数 (日)	MSCI新兴市场 (日)	恒生指数 (日)
全球股市	T日	3484	14123	4020	6737	15107	29854	3113	75357	28939
	T-1日	3466	13980	3973	6714	15008	29389	3087	74289	28378
	T-30日	3696	15823	3914	6617	13887	30236	3087	79429	30595
		在岸人民币 (日)	离岸人民币 (日)	美元指数 (日)	欧元/美元 (日)	英镑/美元 (日)	美元/日元 (日)	美元/港币 (日)	美元/印度卢比 (日)	美元/巴西雷亚尔 (日)
全球汇市	T日	6.5739	6.5753	92.8963	1.1779	1.3834	110.6	0.9419	72.65	5.7132
	T-1日	6.5566	6.5649	93.1839	1.1731	1.3783	110.705	0.9436	72.69	5.6352
	T-30日	6.4706	6.46005	90.5555	1.2093	1.3974	105.66	0.8958	72.69	5.3876
		COMEX黄金 (日)	COMEX白银 (日)	WTI原油 (日)	布伦特原油 (日)	LME铜 (日)	LME铝 (日)	SHFE螺纹钢 (日)	铁矿石 (日)	CBOT大豆 (日)
商品/贵金属	T日	1728.4	24.935	61.45	63.54	8805	2230	5157	979	1401.75
	T-1日	1715.6	24.435	59.16	63.54	8809.5	2212.5	5003	975.5	1436.75
	T-30日	1775	27.125	60.52	63.93	8606	2141	4924	1117	1374.25
		50ETF期权波动率指数 (日)	沪深300ETF期权波动率 (日)	沪深300ETF期权波动率 (深) (日)	标普500波动率指数 (VIX) (日)	德国DAX波动率指数 (日)	富时100波动率指数 (日)	日经225波动率指数 (日)	香港恒生波动率指数 (日)	孟买Sensex30波动率指数 (日)
避险情绪	T日	22.07	25.50	25.99	17.33	14.68	9.55	17.89	20.02	19.81
	T-1日	22.04	24.69	25.03	19.40	14.75	9.61	17.15	19.90	19.71
	T-30日	24.74	27.60	28.13	22.49	18.06	12.66	18.33	23.46	27.36
注: 债市主要参考指标跟踪数据表由方正中期期货研究院国债期货研究组设计, 如有任何疑问请联系方正中期期货研究院国债期货研究组。										

图 5-6: 债市主要参考指标跟踪 (截止 4 月 1 日)

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

第六部分 期货价格技术与展望



图 6-1: 10 年期国债期货走势

数据来源: Wind、方正中期研究院整理



图 6-2：5 年期国债期货走势

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理



图 6-3：2 年期国债期货走势

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

一季度，国债期货仍处于区间震荡格局，市场整体呈现底部逐步震荡抬升的态势，暂时难以出现趋势性行情，鉴于本轮筑底过程已经持续较长时间，结合基本面判断，后期市场向上突破的概率较大，操作上可继续结合技术指标逢低买入。从市场持仓结构来看，国债期货 2106 合约主力持仓均呈净空状态，尤其是近期国债期货价格反弹后，空头套保成本降低，主力持仓主要以持券机构对冲为主。其中，10 年期品种净空持仓达到 1.4 万张左右，2 年期和 5 年期品种持仓结构相对均衡。从主力持仓变化上来看，预计近期国债期货表现仍然偏弱。

表 6-1：国债期货成交持仓变化（截止 4 月 2 日）

国债期货合约	成交量	周变化	月变化	持仓量	周变化	月变化
TS2106	8306	1759	2091	21286	536	7406
TF2106	18747	3313	-4818	59192	638	4289
T2106	55190	3590	7541	126338	-48	12486

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

表 6-1：国债期货主力成交持仓变化（截止 4 月 2 日）

国债期货合约	持买单量（前10）	持卖单量（前10）	净持仓（前10）	周变化	月变化
TS2106	16201	16627	-426	700	1112
TF2106	39711	40594	-671	-316	1813
T2106	65662	80335	-14673	-3506	-6489

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

在套利交易机会上，**IRR 策略**：目前 2 年期与 5 年期国债期货 IRR 水平仍处于低位，10 年期品种处于历史中值附近，期现正套空间较低，并不适合入场操作。**基差策略**：本轮国债市场情绪逐步转向乐观，期货市场将率先体现，后期国债期现券市场基差水平仍有望逐步收敛。**跨期策略**：目前市场流动性尚不足以支持跨期价差套利操作，建议待流动性合适的情况下逐步介入做空 2106-2109 合约跨期价差交易机会。**跨品种与曲线策略**：随着阶段性市场风险释放，国债期货可能出现暂时性的回调，建议前期做平曲线策略可适当止盈，短期曲线可能再度出现陡峭化的过程。**净基差及套保成本**：从风险管理角度来看，十债近期上行后，空头套保成本显著下降，波段操作可谨慎参与。但从中长期来看，我们仍建议利用国债期货逢低配置，锁定较高收益率，降低未来建仓成本。

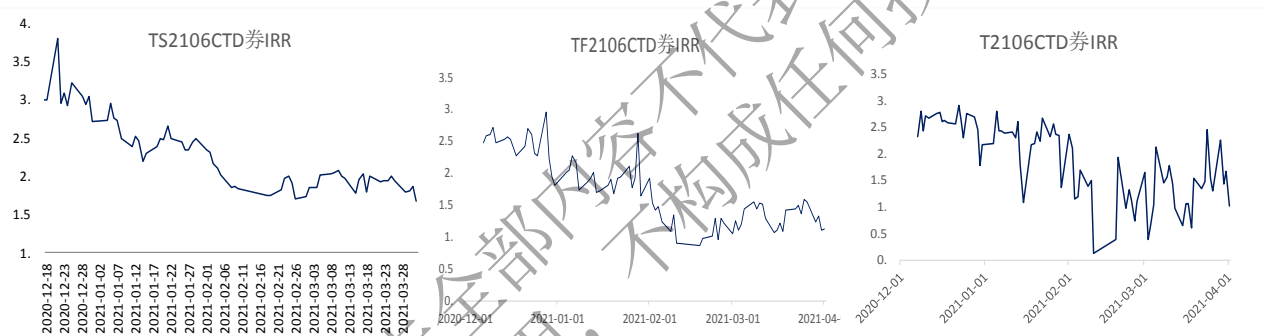


图 6-4：主力合约 CTD 券 IRR 变化

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

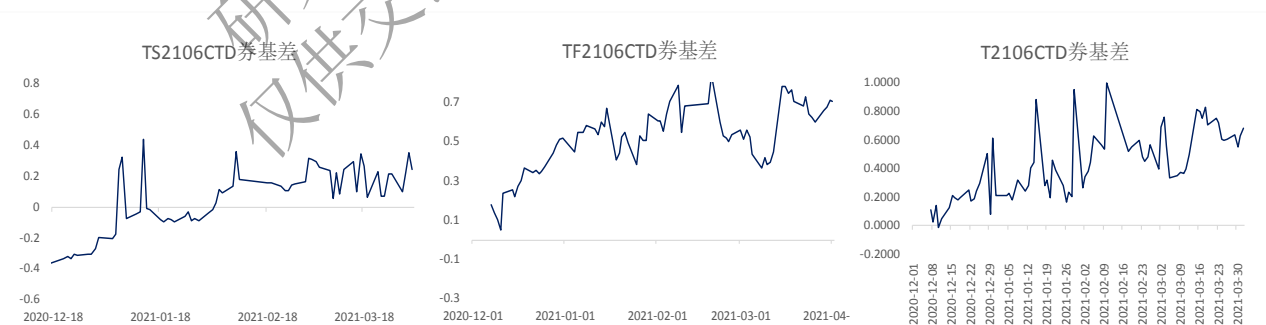


图 6-5：主力合约 CTD 券基差变化

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

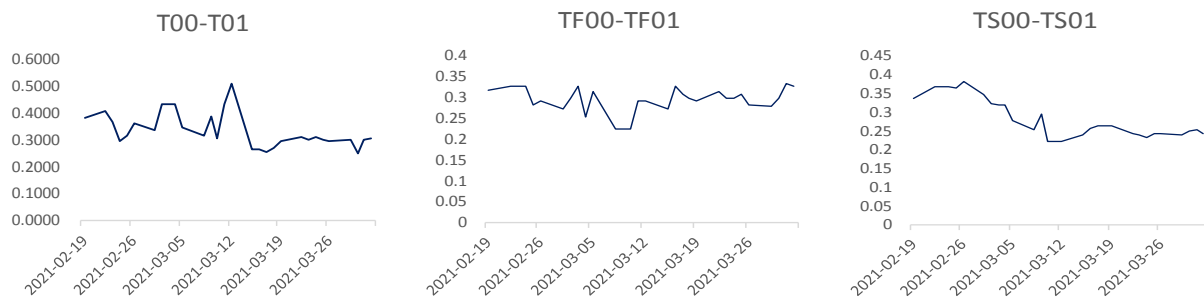


图 6-6：跨期价差变化

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

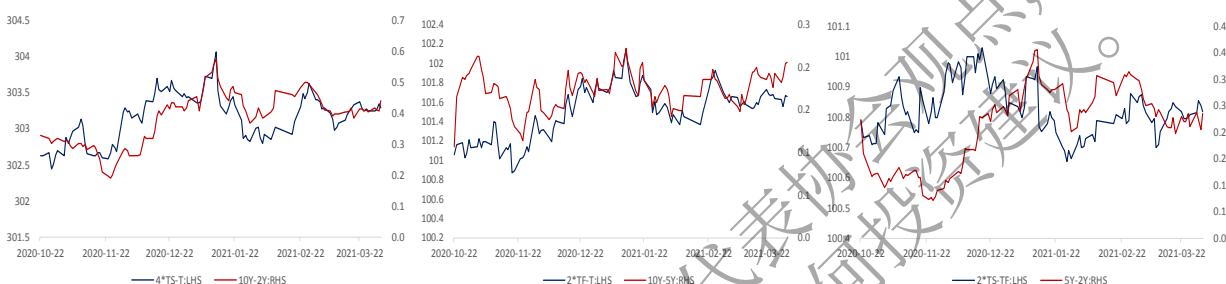


图 6-7：曲线策略表现

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

TF主力					
	1个月	3个月	6个月	1年	3年
涨跌幅	0.31%	-0.36%	-0.09%	-2.76%	2.69%
波动率(年化)	1.50%	1.86%	2.03%	3.21%	8.78%
振幅	0.58%	1.43%	1.66%	6.35%	2.53%
T主力					
	1个月	3个月	6个月	1年	3年
涨跌幅	0.62%	-0.70%	-0.31%	-4.05%	4.01%
波动率(年化)	2.50%	2.76%	2.86%	3.92%	10.87%
振幅	1.03%	2.07%	2.12%	6.96%	3.75%
TS主力					
	1个月	3个月	6个月	1年	
涨跌幅	0.13%	-0.23%	-0.01%	-1.38%	
波动率(年化)	0.67%	1.22%	1.13%	1.63%	
振幅	0.28%	0.84%	1.02%	3.06%	

图 6-8：国债期货交易统计（截至 3 月 31 日）

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

第七部分 总结全文和操作建议

一季度国债期货利空因素逐步弱化，国债期货价格筑底抬升。从内债核心影响因素上来看，由于低基数原因，国内一、二季度国内各项经济同比数据将保持高增长。当前经济同比增长严重失真，虽然国内外共振复苏仍在延续，但国内边际增长速度已经明显弱于去年，对利率债市场收益率的拉升作用有限，且随着时间向后延续，利率债的核心驱动因素将会逐步体现。政策层面，央行货币政策更加趋向于日常化操作，印证了“不应过度关注央行操作数量，更应关注操作利率”的政策导向。在不急转弯的总体思路下，不管是财政政策还是货币政策的退出均较为缓慢，国内政策对债市影响有限。4月份一级市场预计将迎来地方政府债券发行的高峰，可能对利率债市场形成一定的压力，但二级市场收益率继续向上的空间有限。海外市场，随着经济快速修复叠加通胀预期显著提升，海外主要经济体国债收益低位回升，作为全球金融资产定价之“锚”的美债收益率快速上行，最高达到1.8%下方，逐步接近我们预期的1.8%-2.0%的目标区间，并引发金融市场大幅波动。从内债的反应上来看，对外部压力的反应有限，这与疫情冲击下各个经济体复苏进度以及货币政策条件有关，我们认为国内外利差水平的收敛对国内债券市场的影响有限，目前我国国债在全球市场上的吸引力仍然较为明显。

展望后市，我们维持对年内10年期国债收益率水平波动区间在2.8-3.5%，5年期国债收益率波动区间在2.6%-3.2%，2年期国债收益率波动区间在2.4%-3.0%的判断。国内经济周期与金融周期在年中前后有望转向对利率债有利的条件，国债期货的利多因素将随着时间的推移不断释放。预计上半年收益率探顶、价格波动筑底，下半年收益率高位回落，价格逐步走高。操作上，建议拉长周期做好逢低配置，锁定较高收益率水平，等待年中以后甚至更长时间维度的趋势性机会。

联系我们：

分支机构	地址	联系电话
总部业务平台		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层； 上海市浦东新区福山路 450 号新天国际大厦 7C	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层； 上海市浦东新区福山路 450 号新天国际大厦 11 层	010-85881117
投资咨询部	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层	010-68578587
产业发展部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881109
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881295
金融机构部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881292
分支机构信息		
北京分公司	北京市西城区展览馆路 48 号楼 4 层 408 室	010-68578987
河北分公司	唐山市路北区金融中心 A 座 2109、2110 室	0315-5396886
上海分公司	中国（上海）自由贸易试验区浦东南路 360 号 2307 室	021-50588107/ 021-50588179
湖南第一分公司	长沙市雨花区芙蓉中路三段 569 号陆都小区湖南商会大厦 26 层 2618、2619、 2620、2621、2622、2623 室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区观沙岭街道滨江路 53 号楷林商务中心 C 座 2304、2305、 2306 房	0731-84118337
北京朝阳营业部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼 19 层 2201 室	010-85881205
北京望京营业部	北京市朝阳区望京中环南路 9 号 1 号楼 12 层 8-9 号	010-62681567
北京石景山营业部	北京市石景山区金府路 32 号院 3 号楼 5 层 510、511 室	010-66058401
天津营业部	天津市和平区大沽北路 2 号 2608、2609	022-23559950
天津滨海新区营业部	天津经济技术开发区第一大街 79 号泰达 MSD-C3 座 1506 单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街 7 号正翔国际 S1-B81107	0472-5210710
保定营业部	保定市朝阳北大街 2238 号汇博上谷大观 B 座 1902、1903 室	0312-3012016
邯郸营业部	邯郸市丛台区中华大街 89 号大友友谊时代广场 B 座 1105 室	0310-3053688
青岛营业部	青岛市市南区香港中路 61 号阳光大厦 21 楼 EH 单元	0532-82020088
太原营业部	山西省太原市小店区长治路 329 号和融公寓 2 幢 1 单元 5 层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市雁塔区太白南路 118 号 4 幢 1 单元 1F101 室	029-81870836
上海南洋泾路营业部	中国（上海）自由贸易试验区南洋泾路 555 号 909 室、906 室	021-58381123
上海世纪大道营业部	中国（上海）自由贸易试验区浦电路 490 号，世纪大道 1589 号 11 层 07 单元	021-58861093
上海南泉北路营业部	中国（上海）自由贸易试验区南泉北路 429 号 1703 室	021-58991278
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路 132 号 17-6、17-7、17-8 室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市江干区采荷嘉业大厦 5 幢 1010 室	0571-86690056
常州营业部	江苏省常州市钟楼区延陵西路 99 号嘉业国贸大厦 3201、3202 室	0519-86811201
南京营业部	南京市栖霞区紫东路 1 号 E2 栋 444 室	025-58061185

南京洪武路营业部	南京市秦淮区洪武路 359 号 1803、1804 室	025-58065958
苏州营业部	苏州工业园区通园路 699 号苏州港华大厦 1606 室	0512-65162576
苏州东吴北路营业部	苏州市姑苏区东吴北路 299 号 (吴中大厦 9 层 902B、903 室)	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路 520 号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区红谷中大道 1619 号国际金融中心 A 座 307 室	0791-83881026
武汉营业部	武汉市硚口区沿河大道与武胜路交汇处武汉硚口区长江食品厂 C 地块旧城改造商业、办公楼栋/单元 18 层 7 号	027-87267756
岳阳营业部	岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际 11 栋 102 号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市芦淞区新华西路 999 号中央商业广场 32/1124、1125(1 栋 1110、1111)	0731-28102713
郴州营业部	郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城 1 栋 10 楼	0735-2859888
长沙黄兴中路营业部	长沙市芙蓉区黄兴中路 168 号	0731-85868397
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路 666 号时代广场 (19 层 1902 号)	0736-7318188
深圳营业部	深圳市福田区梅林街道梅都社区中康路 128 号卓越梅林中心广场 (北区) 2 号楼 806	0755-82521068
广州营业部	广州市天河区林和西路 3-15 号 35 层 07,35 层 08,35 层 09	020-38783861
风险管理子公司		
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市浦东新区福山路 450 号新天国际大厦 24 楼	021-20778922

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。