

2021 国债期货四季度展望

信用难宽，静待破局

摘要

四季度债市大概率是三季度行情的延续，目前尚未看到拐点信号出现。8-9月债市区间震荡，一方面是经济下行压力较大，货币宽松预期升温，支撑债市牢固的底部；另一方面，财政后置导致市场对于三季度的天量供给存在担忧，加上央行态度相对暧昧打击宽松预期。四季度我们认为行情会延续，主要基于以下几点考虑：

经济整体偏弱。内需不足是制约我国经济恢复的主要原因，强劲的外需可能也很难持续太久，经济下行压力仍存，需要政策支持。宽信用能否起来尚且存疑，赤字率决定了基建资金的规模是限制较死的，对于总需求的拉动作用可能有限，信用更多还是要看地产和城投政策的边际变化。短期宽信用缺乏抓手，信用难宽，那么债市就还没有趋势反转。

通胀剪刀差进一步走扩。今年的结构化通胀与以往不同，本轮 PPI 的高涨主要是由于供给端因素，而 CPI 的低迷则是反映需求端的疲软，供给端引发的通胀依靠收紧货币作用微乎其微，而结构化通胀格局带来的中小企业生存压力是目前政策关心的重点问题，所以这次通胀可能反而会推动货币放松。

未来货币政策大基调保持稳健，边际上适度宽松，宽松更多的会是以量为主，以结构性工具为主。由于通胀结构性问题已经明显影响到中小企业的生存，而近期的能耗双控政策导致“滞胀”压力进一步加剧，对于央行资金投放的需求也更加显著。从近期央行相关表述来看，宽信用的诉求更加强烈。在央行有心宽信用，但商业银行无力落实的当下，货币宽松的必要性仍存。全面宽松概率很小，但结构性宽松的必要性很大，一些降低商业银行资金成本的数量型工具（如再贷款、再贴现、定向降准、GMLF 等）可能继续发力。

总体来看，本轮牛市趋势尚未结束，但在经济下行预期已经消化的当下，货币实质性宽松又迟迟没有到来，缺乏催化剂导致国债期货很难向上突破。而看地产和城投严监管不改，短期宽信用缺乏抓手，债市还没有趋势反转。四季度债市延续区间震荡，2.85%是中枢，若有实质性宽松政策落地，则债市有望迎来破局。

风险提示：货币全面宽松；宽信用超预期发酵。

Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所

翟帅男 分析师

投资咨询编号：Z0013395

zaisuainan@nawaa.com

0571-87839252

高翔 分析师

投资咨询编号：Z0016413

gaoxiang@nawaa.com

0571-89727506

目录

摘要.....	1
图表目录	3
第 1 章 行情总结和未来展望	4
1.1 行情回顾：博弈货币宽松是三季度债市主线	4
1.1.1. 意料之外的“降准”.....	4
1.1.2. 经济预期下调后宽松预期过度膨胀.....	4
1.2 行情展望：四季度债市难改震荡格局	5
第 2 章 经济增速放缓.....	6
2.1 投资难有明显改善	6
2.1.1 内需不振，生产转弱.....	7
2.1.2 房地产投资继续下滑.....	8
2.1.3 基建助力可能有限.....	10
2.2 消费遭重挫	10
2.3 外需保持强劲.....	11
2.4 通胀剪刀差继续走扩	12
2.4.1 食品和服务拖累 CPI	12
2.4.2 PPI 有望高位回落	13
2.4.3 这次不一样——对货币政策的影响	14
第 3 章 货币政策回顾与展望	14
3.1 货币政策以稳为主	14
3.1.1 如何理解稳健的货币政策.....	14
3.1.2 全面降准与新增再贷款.....	15
3.2 货币政策展望.....	16
3.2.1 宽信用难起	16
3.2.2 货币量宽价稳，以结构性宽松为主.....	17
第 4 章 国债期货策略推荐	19
4.1 做多基差胜率更高.....	19
4.2 保持做平曲线	20
免责声明	21

图表目录

图 1.1 近两月国债期货窄幅震荡.....	5
图 2.1 投资整体偏弱.....	7
图 2.2 新订单指数降至荣枯线下方.....	8
图 2.3 PMI 新订单回落预示需求下行.....	8
图 2.4 房企拿地热情明显下降.....	9
图 2.5 房地产销售与新开工大幅回落.....	9
图 2.6 疫情汛期导致餐饮收入大幅下行.....	10
图 2.7 居民收入恢复过慢制约消费能力.....	11
图 2.8 居民消费意愿将逐渐修复.....	11
图 2.9 进出口均超预期.....	12
图 2.10 CPI 再度回落.....	13
图 2.11 食品与服务拖累 CPI.....	13
图 2.12 PPI 创 08 年以来新高.....	14
图 3.1 资金中枢整体上移.....	15
图 3.2 社融-M2 剪刀差连续四个月收窄.....	17
图 3.3 DR007 始终围绕政策利率波动.....	18
图 4.1 T2112 合约活跃券基差初见回升迹象.....	19
图 4.2 2TF-T 处于历史 90%分位以上.....	20

第1章 行情总结和未来展望

1.1 行情回顾：博弈货币宽松是三季度债市主线

1.1.1. 意料之外的“降准”

7月7日是三季度的利率下行的起点，当天下午14点20分左右，国债期货突然拉升上窜，截至收盘，十年期主力合约涨幅接近0.4%。而大部分投资者直到晚间国常会消息公布之前都还不知所以：“会议决定…要在坚持不搞大水漫灌的基础上，保持货币政策的稳定性、增强有效性，适时运用降准等货币政策工具。”回顾当时的宏观背景：半月前公布的经济数据中，出口增速小幅回落，但贸易顺差依旧走阔；M2与新增人民币贷款超预期增长，融资需求向好；工业、投资与消费端也基本符合预期。另一方面，市场也并不缺少流动性，进入7月后，尽管央行如往常般通过公开市场回收此前为了应对跨季所投放的流动性，但资金面依旧十分充裕，银行间隔夜端1.6%左右的水平明显低于政策锚。不论从基本面还是流动性的角度，似乎都没有进一步宽松的的必要，超预期的降准推动十年期利率迅速向下突破了3.0%的关口，短短6个交易日内下行超15bp。

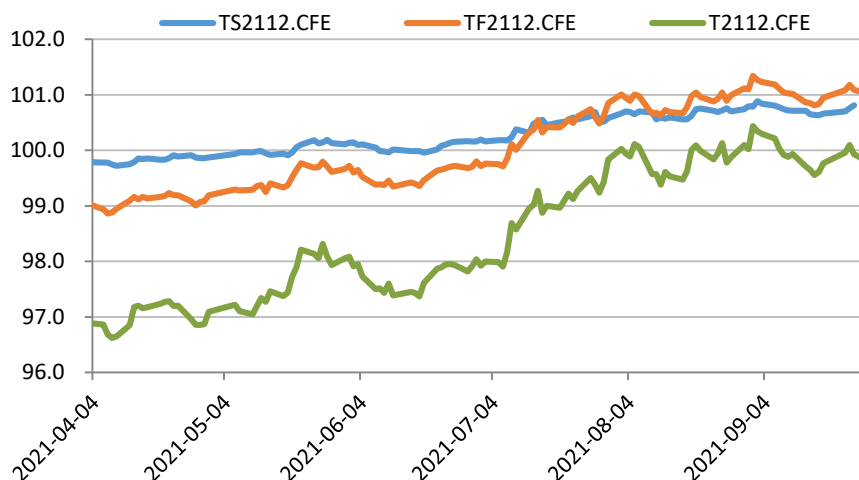
从会议内容来看，“针对大宗商品价格上涨对企业生产经营的影响”是降准的主因，同时降准所释放的资金也能够用来置换即将到期的大额MLF并且缓解地方债发行提速所带来的压力。而对于债市，降准的意义除了在于释放流动性以外，同时打开了投资者对于货币政策的遐想空间。即便央行已经对降准明确调为“货币政策回归常态后的常规流动性操作，但市场已经开始不断期待后续的二次降准甚至降息。而利率在“破3%”以后也按照“预期发酵-落空”的节奏上下波动。

1.1.2. 经济预期下调后宽松预期过度膨胀

“7.30”政治局会议将对于国内经济的措辞明显转向悲观，带动利率再下一个台阶。会议通稿公布后，十年期国债收益率单日内下行8个bp，直接突破2.9%。经济预期下调使得市场期待进一步的宽松，每一个可能的时点都成为了宽松预期发酵的契机：月中MLF续作、GMLF的公布以及20日LPR报价公布等时点，市场都在期待进一步宽松的落地。而宽松预期落空后，利率的回升相对更为平缓，耗时也更久，因此在体感上，多头明显要表现的更加强势。整体来看，8月债市维持震荡，但经济预期转向悲观以及充裕的流动性使得宽松预期难以被彻底证伪，导致多头情绪占据主导，十年国开与国债利差等相关指标也指向市场情绪有过热迹象。直到9月初国常会宣布增加3000亿再贷款额度，进一步降准降息的必要性明显降低，宽松预期才明显降温。

随着经济数据不断落地，市场对于基本面的预期逐渐趋同，而在货币政策态度保持不变的情况下，趋势性行情需要新的主线，9月以来十年期国债收益活跃券210009基本围绕2.85%的中枢窄幅震荡。

图 1.1 近两月国债期货窄幅震荡



资料来源：Wind 资讯 南华研究

1.2 行情展望：四季度债市难改震荡格局

四季度债市大概率是三季度行情的延续，目前尚未看到拐点信号出现。8-9 月债市区间震荡，十债收益率始终在 2.8%-2.9% 小幅波动。一方面是经济下行压力较大，货币宽松预期升温，支撑债市牢固的底部。另一方面，财政后置导致市场对于三季度的天量供给存在担忧，加上央行态度相对暧昧，地量逆回购、缩量 MLF 以及 3000 亿再贷款持续打击宽松预期。四季度我们认为行情会延续，主要基于以下几点考虑：

基本面方面，四季度制造业投资难有明显改善，基建也将逐渐发力托底经济，但地产投资预计逐渐下行成为经济的拖累点，投资预计保持弱势。随着海外宽松政策的退出和其供给端的修复，出口也将逐渐回落。由于居民收入恢复过于缓慢压制了居民消费能力，预计这会在较长时间维度抑制消费复苏。中长期来看，在房地产、城投严监管的大背景下，我国经济缺乏大的增长拉动点，内在需求不足、宽信用起不来、消费和制造业都很难有大幅修复，基建受制于资金来源也很难有非常亮眼的表现，四季度经济预计保持弱势。目前内需不足是制约我国经济恢复的主要原因，强劲的外需可能也很难持续太久，经济下行压力仍存，需要政策支持。

宽信用能否起来尚且存疑，目前来看基建发力是较为确定的，但赤字率决定了基建资金的规模是限制较死的，对于总需求的拉动作用可能有限，信用更多还是要看地产和城投政策的边际变化。短期宽信用缺乏抓手，信用难宽，那么债市就还没有趋势反转。

通胀剪刀差进一步走扩，高通胀剪刀差反映了价格上游到下游传导不畅，上游成本持续走升，但中下游需求不佳，使得中下游领域议价能力较弱的中小企业利润持续被挤压。以往通胀高企会明显制约货币宽松，但这次不一样。今年的结构化通胀与以往不同，本轮 PPI 的高涨主要是由于供给端因素，而 CPI 的低迷则是反映需求端的疲软，供给端引发的通胀依靠收紧货币作用微乎其微，而结构化通胀格局带来的中小企业生存压力是

目前政策关心的重点问题，所以这次通胀可能反而会推动货币放松。

未来货币政策大基调保持稳健，边际上适度宽松，宽松更多的会是以量为主，以结构性工具为主。由于通胀结构性问题已经明显影响到中小企业的生存，而近期的能耗双控政策导致“滞胀”压力进一步加剧，对于央行资金投放的需求也更加显著。自“730政治局会议”提出货币政策“跨周期调节”以来，央行货币政策取向有着明显变化，不再局限于短期的经济和通胀数据变动，而是把目标拉长至明年。其中最明显的变化就是对于经济下行的容忍度明显增加，今年完成 GDP 目标并无难度，总量上问题不大，更多的是结构上的不均衡。动用全面货币宽松去托经济的必要性不强，这也是近期面对大幅下滑的经济数据央行始终定力十足的主要原因。从近期央行相关表述来看，宽信用的诉求更加强烈。在央行有心宽信用，但商业银行无力落实的当下，货币宽松的必要性仍存。全面宽松概率很小，但结构性宽松的必要性很大，一些降低商业银行资金成本的数量型工具（如再贷款、再贴现、定向降准、GMLF 等）可能继续发力。

总体来看，本轮牛市趋势尚未结束，但在经济下行预期已经消化的当下，货币实质性宽松又迟迟没有到来，缺乏催化剂导致国债期货很难向上突破。而看地产和城投严监管不改，短期宽信用缺乏抓手，债市还没有趋势反转。四季度债市延续区间震荡，2.85%是中枢，若有实质性宽松政策落地，则债市有望迎来破局。

风险提示：货币全面宽松；宽信用超预期发酵。

第2章 经济增速放缓

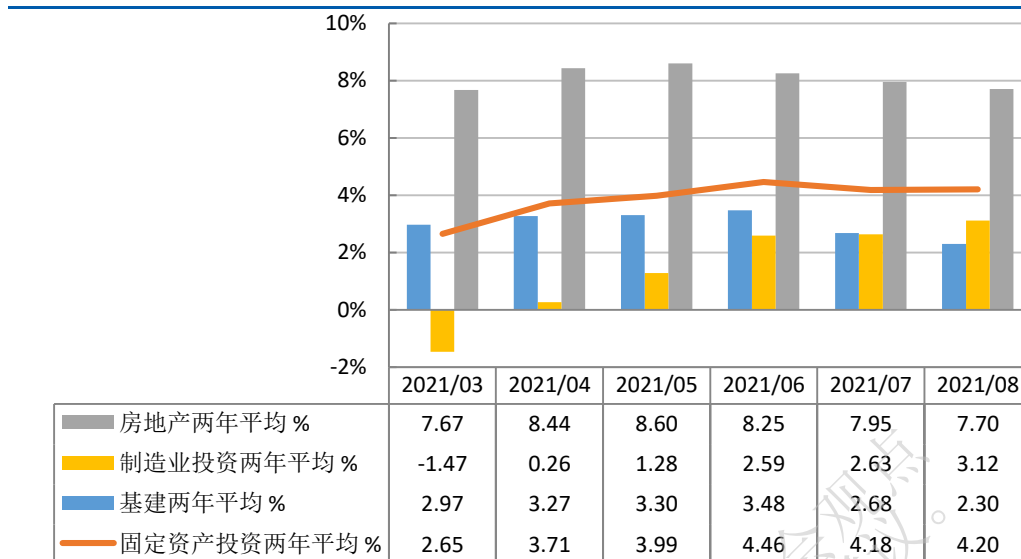
三季度投资消费双双下滑，只有净出口超预期回升，这更多是短期因素导致。疫情汛情等因素冲击服务类消费，结构性通胀挤压中下游小企业利润，一定程度上影响制造业投资增长，这些因素后续将会逐渐消退。居民消费意愿预计逐渐好转，但居民可支配收入增长过慢是抑制长期消费能力，故后续消费会转好但很难大好。投资方面，制造业投资的恢复速度取决于内需何时改善，四季度基建也将逐渐发力托底经济，但地产投资预计逐渐下行成为经济的拖累点，投资可能难有大的改善。随着海外宽松政策的退出和其供给端的修复，出口预计逐渐回落。中长期来看，在房地产、城投严监管的大背景下，我国经济缺乏大的增长拉动点，内在需求不足、宽信用起不来、消费和制造业都很难有大幅修复，基建受制于资金来源也很难有非常亮眼的表现，四季度经济预计保持弱势。目前内需不足是制约我国经济恢复的主要原因，强劲的外需可能也很难持续太久，经济下行压力仍存，需要政策支持。

2.1 投资难有明显改善

近期固定资产投资明显回落，主要是受基建和地产投资拖累，制造业投资表现尚可。由于今年财政后置，截至目前来看基建的表现都是投资的拖累因素，现在地方专项债发行已经开始提速，且最迟会在今年底落地到项目中，形成实物工作量。届时，基建投资预计会见底回升，但我国基建整体是托而不举，预计助力有限。由于房地产严监管预计会持续较长时间，叠加近期恒大事件对于房地产市场的负面冲击，房地产景气度正不断下滑，后续地产投资将逐渐转为投资的拖累因素。由于地产上下游链条非常之广，对于

经济的影响也是巨大的。未来制造业将逐渐成为投资的主力，高新技术产品发展态势良好也是我国制造业转型升级的一大成果，但需求不佳是目前的主要问题。在地产监管持续趋严的大背景下，制造业和基建可能很难拉动投资大幅向好。

图 2.1 投资整体偏弱



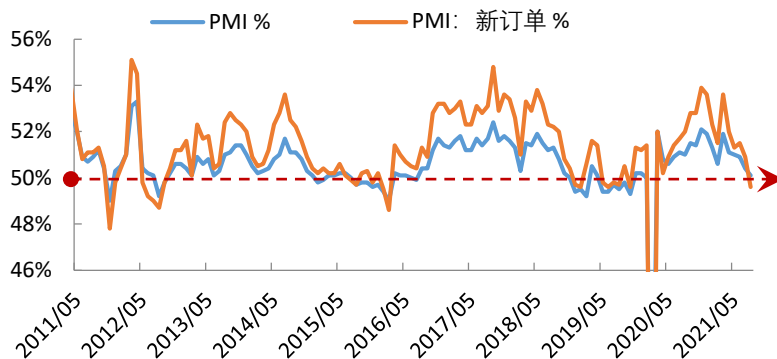
资料来源：Wind 资讯 南华研究

2.1.1 内需不振，生产转弱

三季度工业增加值明显回落，相应的制造业 PMI 也连续 5 个月下行，说明目前制造业活跃度整体不佳。社融分项中的企业中长贷同样明显回落，也说明企业融资扩张意愿不强。代表企业资金活化度指标 M1-M2 已经连续 4 个月下降，目前为-4.0%；衡量信用需求与资金供给相对水平的社融-M2 指标同样持续回落，说明现在仍是相对紧信用、宽货币的局面。而当前的紧信用格局主要还是因为需求不足，企业对未来经济预期偏悲观，而不愿意进行融资扩张。

之前工业生产端主要是受需求疲软影响而有所回落，内需不振、外需难持续是未来经济面临的主要问题，此外能耗双控政策也会对本就不强的生产有进一步的打压。新订单的持续回落并跌至荣枯线下方，这其中有受疫情汛情的短期冲击影响，但长期经济周期步入类滞胀局面可能是更深层次的原因。目前信用周期仍处于紧信用时期，社融增速自去年 10 月开始回落，由 13.7%降至今年 8 月的 10.3%，信用的持续收紧逐渐传导至经济需求端，目前经济需求持续疲软、叠加 PPI 持续高涨，企业盈利受到严重挤压，新订单持续回落之后，企业也有意主动降库存。9 月中旬提出的能源消费强度和总量双控政策，导致限电停产时有发生，对于 9 月工业增加值有较大影响。在持续疲软的内需和影响下，工业端整体表现偏弱，但也有亮点，高新技术产业的工业增加值大幅高增。三季度高新技术产业增加值同比保持高增，后续高新技术产业相关行业仍值得期待，我国产业格局有所优化。

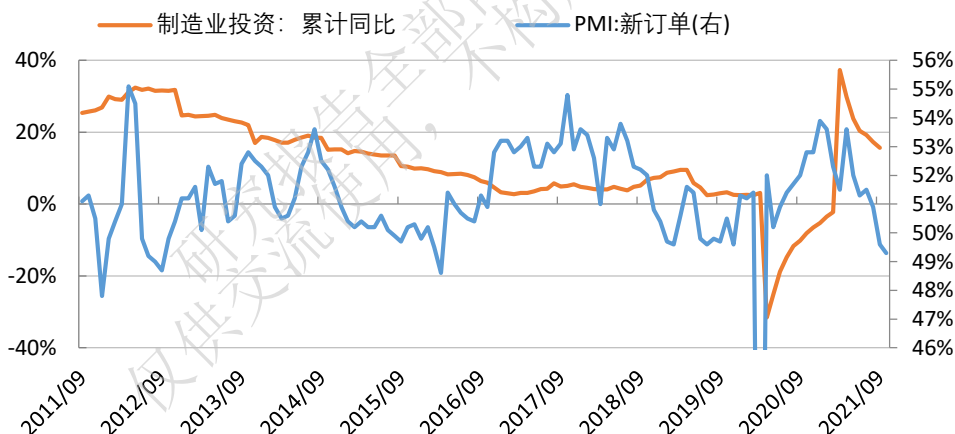
图 2.2 新订单指数降至荣枯线下方



资料来源: Wind 资讯 南华研究

制造业投资整体表现不弱,基本符合预期。主要还是由于海外疫情蔓延、供需错配导致的出口替代红利,而支持中小微企业融资的相关政策也初见成效。高新技术相关的生产和投资增长较快,成为亮点。但随着海外供应链的恢复和美联储量化宽松的退出,出口替代效应将逐渐减弱。目前监管层有意引导宽信用,央行助力企业实际融资利率下行的态度也很坚决,不断采取措施帮助企业改善融资环境,但由于需求端的持续疲软,企业对于未来的经济预期偏悲观,融资扩张的意愿不强。目前体现投资意愿的领先指标 PMI 新订单指数持续回落,已经降至荣枯线以下;库存方面,7 月的产成品存货增速在上升,而企业利润增速小幅回落,叠加新订单持续下滑,后续企业存在主动降库存需求。预计四季度制造业投资很难明显改善,随着出口的回落可能会出现小幅下滑。

图 2.3 PMI 新订单回落预示需求下行



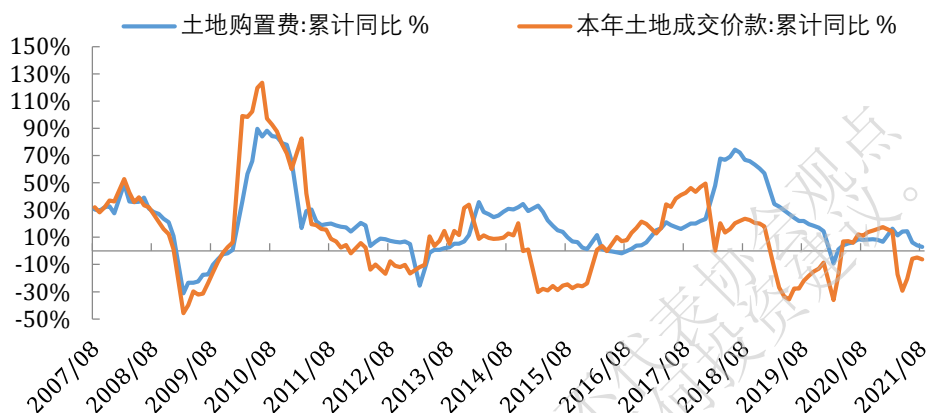
资料来源: Wind 资讯 南华研究

2.1.2 房地产投资继续下滑

地产投资增速持续回落,一方面是由于基数效应,另一方面是高压政策严重影响了销售和新开工,整个地产链条逐渐步入下行周期。首先从拿地来看,土地成交面积和成

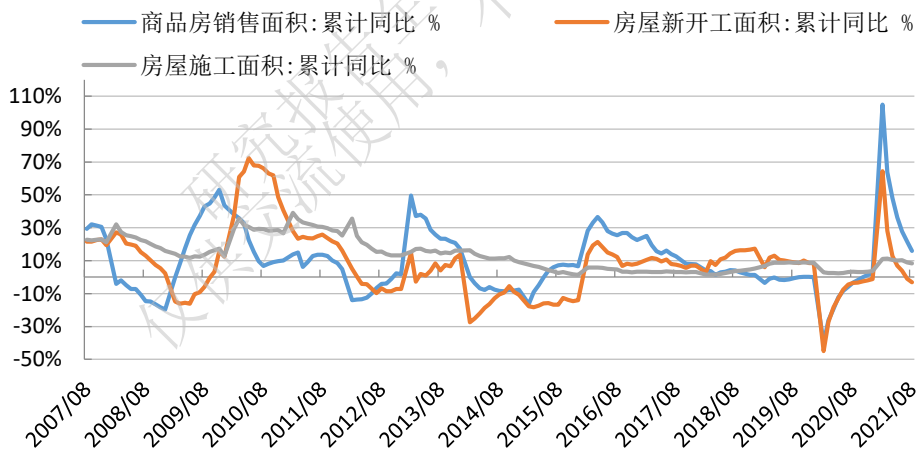
交价款下行态势不改，土地成交自年初开始转负。通常土地成交价款领先土地购置费半年，预计土地购置费也会很快转负。而拿地之后就是新开工，新开工增速也已经连续六个月下滑，且连续两月为负。目前施工增速尚且坚挺，但随着新开工的持续下滑和部分项目的竣工，施工增速明显下滑也是必然的。同时，房屋销售也持续回落，虽然目前增速仍高，但主要也是受益于去年的低基数，在当前“房住不炒”的大环境下，房屋增量需求有限。后续销售也会继续影响房地产资金来源，叠加当前房企融资受限，房企扩张较为困难。整个房地产行业的循环链条已经受到明显影响，前期过度扩张的房企可能资金链会有明显紧张，恒大就是一个例子。而恒大事件可能也会使得投资者对于楼市的预期回落，投资买房热情有所下滑。预计房地产投资下滑趋势会持续较长时间，并会从上下游产业链条上进一步影响投资，这可能是未来一两年投资的主要拖累项。

图 2.4 房企拿地热情明显下降



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.5 房地产销售与新开工大幅回落



资料来源：Wind 资讯 南华研究

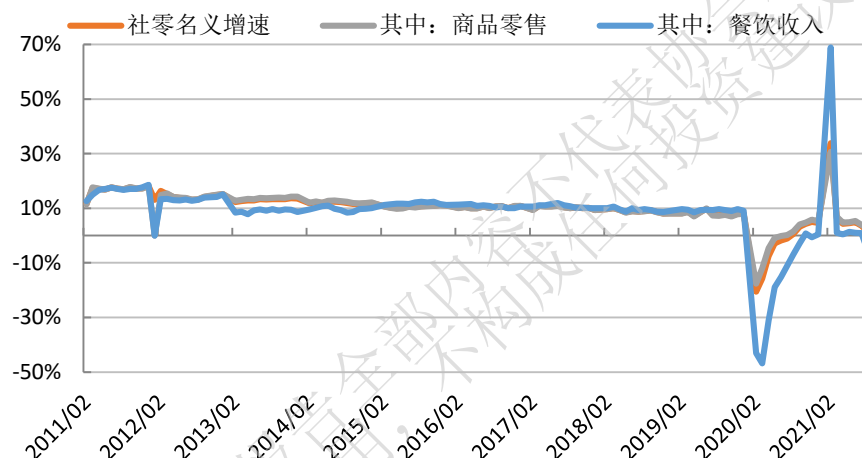
2.1.3 基建助力可能有限

我国基建通常是作为一种逆周期调节工具，其作用是对冲经济大幅下行压力，目标也通常是“托而不举”。由于今年财政后置，截至目前来看基建的表现都是投资的拖累因素，现在地方专项债发行已经开始提速，且最迟会在今年底落地到项目中，形成实物工作量。届时，基建投资预计会见底回升。但基建发力会受制于赤字率和财政限额，通常每年的额度都是限制较死的，它的实际投放力度是有限的。历来宽信用也很少有仅靠基建就能拉起来的(09年的4万亿除外)，预计后续基建投资最多回升至18年初的水平。

2.2 消费遭重挫

8月社零当月同比巨幅下跳至2.5%，环比-6.0pct，两年平均增长3.9%，前值4.3%。社零大幅跳水主要还是受疫情和汛期等短期影响所致。其中餐饮收入增长-5.76%，可见受疫情汛期影响，居民外出就餐娱乐等活动大幅下滑，居家防护成为主流，这更多是短期影响。但本轮消费下滑除了短期因素之外，长期因素也不容忽视。自年初开始的紧信用逐渐传导至消费端，以及居民收入增长过慢是制约消费能力的主要原因。

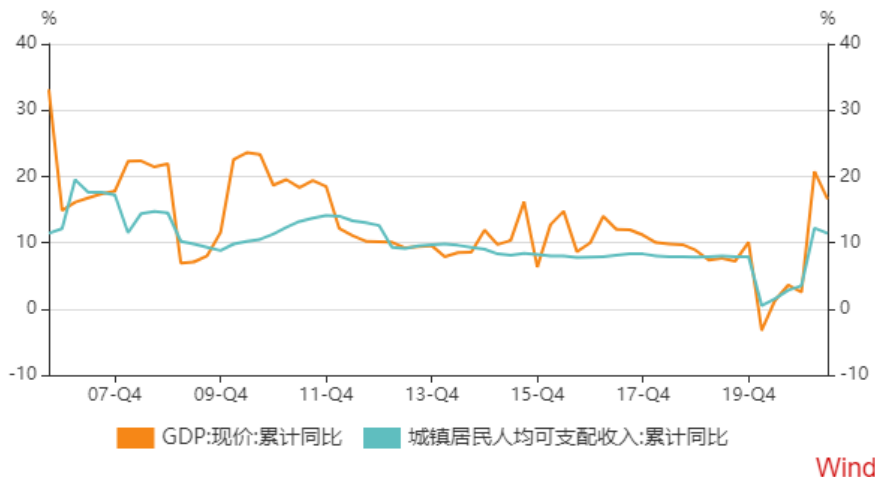
图 2.6 疫情汛期导致餐饮收入大幅下行



资料来源：Wind 资讯 南华研究

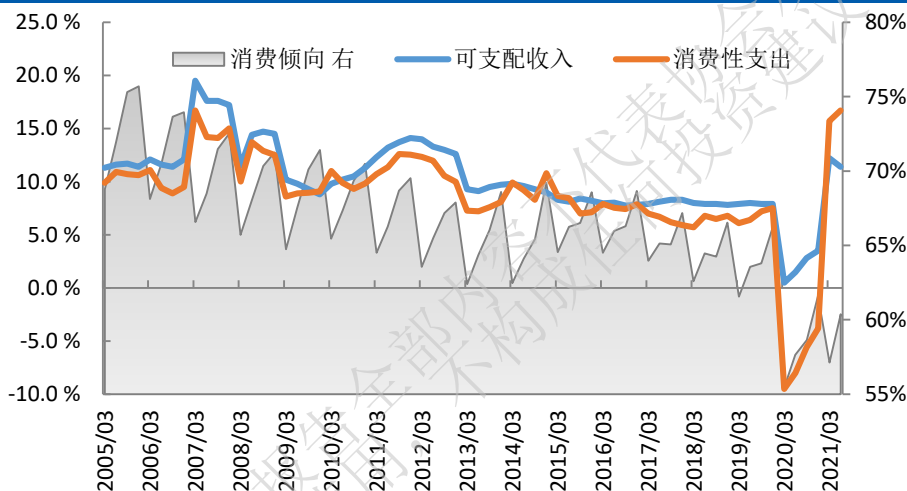
预测消费主要是从居民消费意愿和消费能力两方面出发，目前居民可支配收入增速明显低于名义GDP增速，收入增长缓慢成为制约居民消费的最根本原因，国家已经开始着手解决严重制约居民消费能力的几大因素，包括稳就业、提收入、稳物价、控房价等多方面。目前我国城镇就业人数两年平均增速为-0.85%，较前值略有回升，但仍处于负值区间，就业压力仍大。同时，提高居民收入是一个更加漫长的过程，难度很大，见效也很慢。不过从控房价方面，我国已经取得了明显成效，房贷对于居民消费的挤出效应也将逐渐减弱。另外，从居民消费意愿来看，随着疫情的稳步控制，居民消费倾向会逐渐修复。预计后续消费将逐渐恢复，但在收入制约下很难取得较快增长。

图 2.7 居民收入恢复过慢制约消费能力



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.8 居民消费意愿将逐渐修复

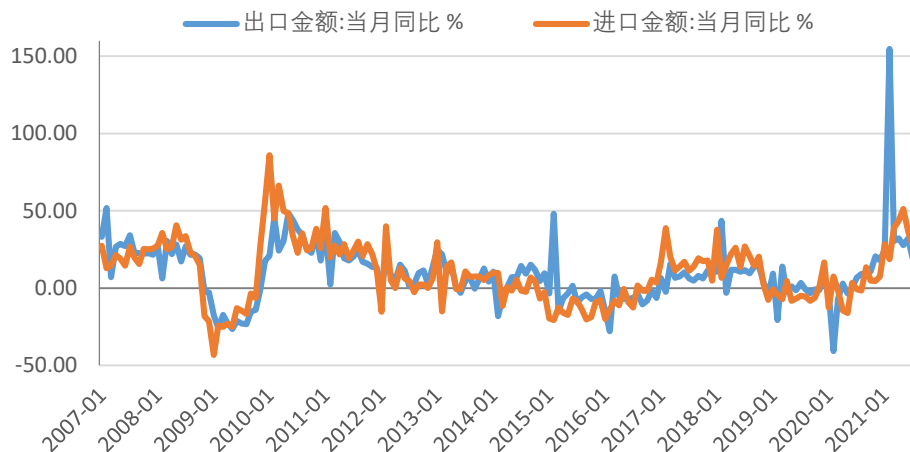


资料来源：Wind 资讯 南华研究

2.3 外需保持强劲

由于基数逐渐走升、海外疫苗接种后需求外溢现象减少等原因，此前市场一致预期出口增速将逐渐回落。但 8 月出口数据超预期向好，原因有二：一方面，海外疫情控制效果不佳，对于供给端的制约仍在，我国出口供应链优势延续；另一方面，美联储 Taper 时点推迟，补贴退出速度慢于预期，需求端依然较强，海外供需缺口仍大。进口强劲则是由于去年基数较低、国内需求不弱、大宗商品价格再度走升等原因共同导致。后续随着海外供给端的恢复和美国 Taper 时点的来临，出口增速很难保持目前的高位。我们认为，出口大好的持续性有待观察，不宜简单的线性外推。

图 2.9 进出口均超预期



资料来源: Wind 资讯 南华研究

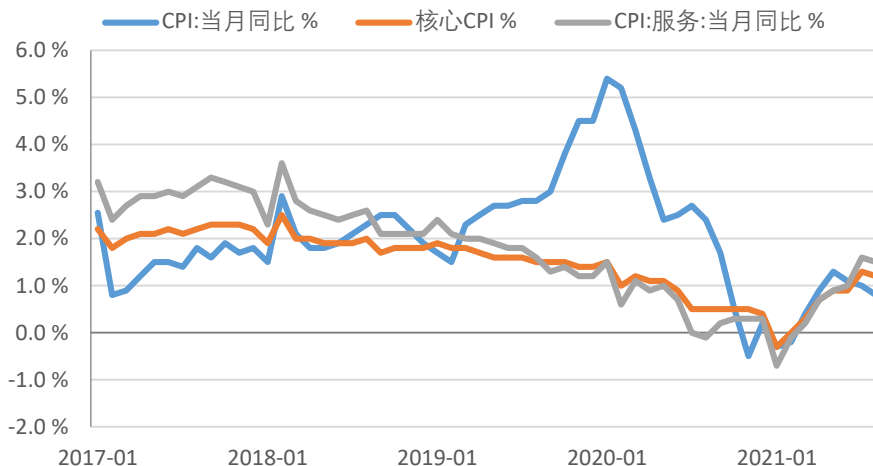
7 月以来,美、欧、日等发达国家同时迎来疫情反扑,海外进口商对经济转向悲观。而东南亚等国家疫情持续发酵,使其对我国中低端制造业的出口替代效应减弱,短期这些因素共同支撑我国出口。8 月欧盟成我国出口主要拉动国家,但从两年同比来看,美国和东南亚分别增长 17.75%和 14.75%,均明显高于欧盟的 10.02%,后续美国需求外溢的减弱以及东南亚的出口替代效应增强都需重点关注。当前出口大超预期与海外疫情反弹有着直接的关系,但随着全球经济复苏步伐的放缓以及美国货币宽松政策的逐渐退出,海外需求预计逐渐回落,叠加我国去年的高基数,不宜对四季度出口过于乐观。

2.4 通胀剪刀差继续走扩

2.4.1 食品和服务拖累 CPI

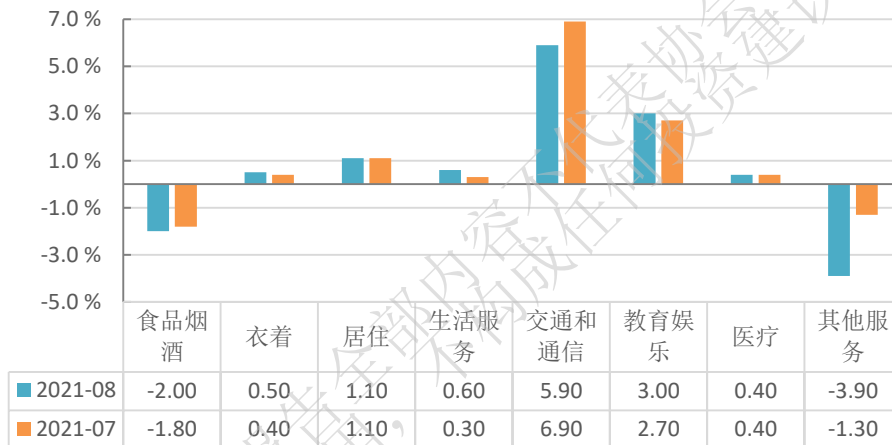
三季度 CPI 弱于预期,主要是受猪肉价格和服务价格的拖累所致。具体来看,8 月猪肉价格下跌 44.9%,继续大幅拖累食品项,蛋类和鲜果价格明显回升,主要是由于去年的低基数和疫情、极端天气等短期扰动因素影响。目前猪周期位于低位,猪价已经跌破成本价,但能繁母猪和生猪存栏量仍高,新生出的仔猪量仍在明显增加,后续猪价会继续拖累 CPI。但现在猪价与经济环境相背离,单纯猪肉并不能反映居民实际需求。交通与通信价格保持高位,而其他服务则明显下降,体现了疫情反弹对于经济的短期冲击,疫情下居民宅经济大幅发展,社交经济则相对停滞。

图 2.10 CPI 再度回落



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.11 食品与服务拖累 CPI

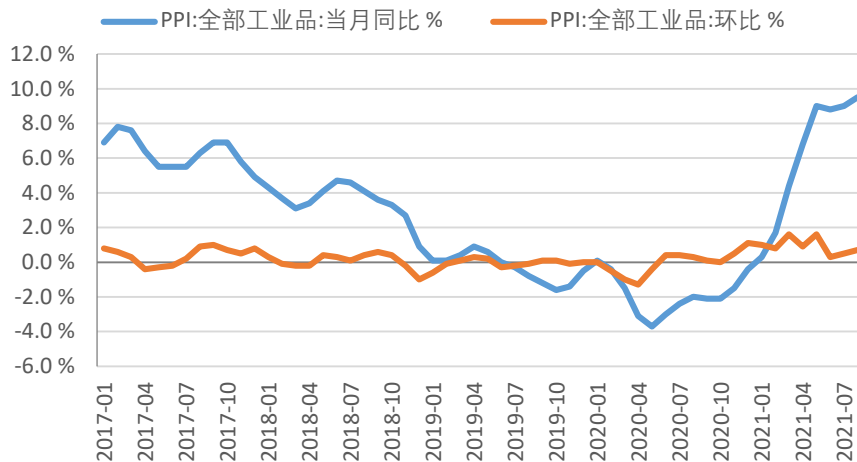


资料来源：Wind 资讯 南华研究

2.4.2 PPI 有望高位回落

三季度 PPI 升至历史高位水平，仅次于 08 年，8 月 PPI 增长 9.5%，较去年同期 +11.5pct，明显高于季节性。其中，生产资料是 PPI 涨价的主要拉动项，上游原材料端的采掘业上涨 41.8%，黑色和化工类大宗商品是主力。大宗商品价格自 8 月下旬持续走升，海外疫情再度反弹是 PPI 再度走高的主因。通常 PPI 价格高企会通过生产资料传导至生活资料进而影响 CPI，但本轮通胀 PPI 高企伴随着 CPI 低迷，供给端价格持续走升，需求端价格涨不上去。当前国际大宗商品价格保持高位，主要是因为海外疫情迟迟未能有效控制，导致价格高涨难以带动供给端明显回升。未来海外的供给端仍存在不确定性，但国内的保供稳价措施稳步推进，叠加去年基数的不断走升，后续 PPI 将高位回落。

图 2.12 PPI 创 08 年以来新高



资料来源: Wind 资讯 南华研究

2.4.3 这次不一样——对货币政策的影响

由于猪肉价格下跌持续拖累 CPI，大宗商品涨价压力继续拉动 PPI，导致 CPI 和 PPI 剪刀差进一步走扩，目前 PPI-CPI 增速差已达到 8.7% 的历史高位。高通胀剪刀差反映了价格上游到下游传导不畅，上游成本持续走升，但中下游需求不佳，使得中下游领域议价能力较弱的中小企业利润持续被挤压。以往通胀高企会明显制约货币宽松，但这次不一样。今年的结构性通胀与以往不同，本轮 PPI 的高涨主要是由于供给端因素，而 CPI 的低迷则是反映需求端的疲软，供给端引发的通胀依靠收紧货币作用微乎其微，而结构性通胀格局带来的中小企业生存压力是目前政策关心的重点问题，所以这次通胀可能反而会推动货币放松。7 月的意外降准就是为了救济生存困难的中小企业，随着剪刀差的进一步走扩，或许可以期待进一步的宽松。

第3章 货币政策回顾与展望

3.1 货币政策以稳为主

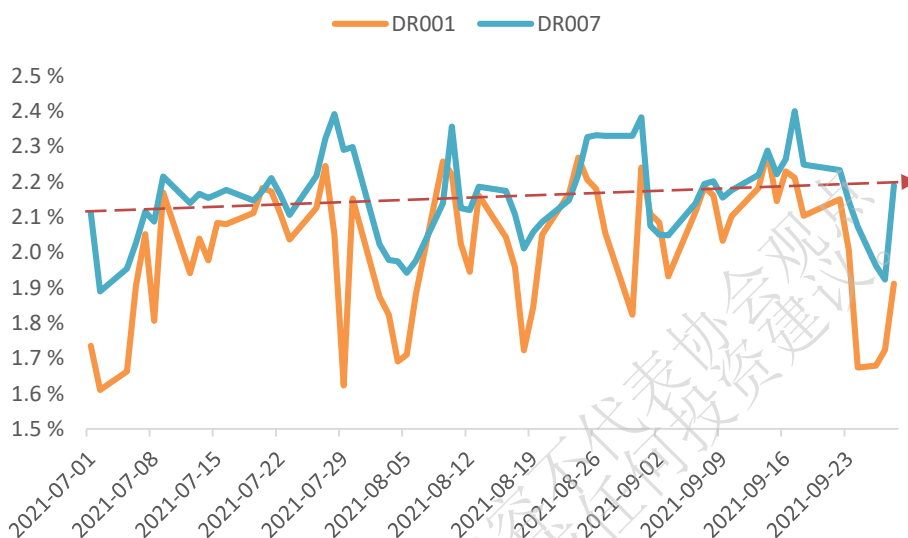
3.1.1 如何理解稳健的货币政策

今年以来，央行对于货币政策核心态度的描述基本上没有改变：“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”。而为了给与市场更加精确的指引，央行明晰了政策利率的作用，即作为市场资金利率的锚，短端利率锚定公开市场 7 天逆回购的执行利率，而长端则锚定 1 年期中期借贷便利（MLF）的执行利率。锚定并不意味着资金价格不会与政策利率发生偏离，恰恰相反，市场利率由于受到供给、需求两端各种因素的影响，有时会与政策锚产生偏离，但只要政策利率不变，偏离的市场利率终将向中枢回归。举例来说，整个上半年公开市场净投放相对有限，但由于财政滞后的缘故，利率债供给不足，金融机构普遍存在“欠配”压力，流动性相对更加充裕的情况下，资金利率低位运行。而随

着三季度专项债发行提速以及 MLF 到期量增大，资金价格明显回升。

总体来看，三季度货币政策依旧保持稳健的态度：政治局会议、货币政策执行报告以及货币政策委员会例会等多个公共场合央行对于货币政策核心态度的描述都没有改变；而整个三季度银行间短端质押式回购的利率中枢呈现上行趋势，截至季末基本与政策利率持平；而从公开市场的操作情况来看：逆回购方面，大部分时间央行在公开市场维持 100 亿的“地量”操作，仅在月末、季末等资金缺口较大的时点有所放量，而待时间窗口过去以后，便会回收多余的流动性。截至 9 月底，除去未到期的用于对冲跨季以及国庆假期资金需求所释放的流动性外，整个三季度公开市场逆回购投放与回笼基本持平。

图 3.1 资金中枢整体上移



资料来源：Choice 南华研究

3.1.2 全面降准与新增再贷款

在 7 月 7 日国常会宣布“适时运用降准等货币政策工具以后”，7 月 9 日央行宣布降低存款准备金率 0.5 个百分点，释放长期资金约 1 万亿。但降准的主要目的是为了应对持续走阔的 PPI-CPI 剪刀差对中小企业造成的经营压力，以及为了对冲下半年大量到期的 MLF 和逐渐提速的利率债供给。在降准宣布之后举行的金融统计数据发布会上，货币政策司司长孙国峰表示：“此次降准是货币政策回归常态后的常规流动性操作，稳健货币政策取向没有发生改变。”而实际情况也是如此，从资金利率的角度来看，降准落地以后隔夜质押回购利率的中枢反而小幅上移，流动性在保持充裕的前提下边际收敛。具体而言，可以观测到在 7 月 15 号 1 万亿降准资金落地以后，隔夜资金利率不但没有大幅回落，反而小幅走升。这足以体现缴税叠加 MLF 到期的资金缺口较大，全面降准仅是起到对冲作用，将流动性维持在合理充裕的水平。

当前经济的主要问题在于需求端不振，核心 CPI 低位震荡以及持续回落的消费数据都能说明一定问题。另一边，疫情所导致的供需错配持续抬升原材料价格，PPI 上行不止。对于中小企业来说，原料价格的上涨意味着成本升高，而国内需求却持续低迷，利润压缩之下，经营的压力明显增加。全面降准能够促使银行给企业更低的融资成本，从

而缓解企业的生存压力，但总量上的政策会带动全市场流动性的抬升。在当前资金已经较为充裕，而资产却相对稀缺的情况下，可能会进一步带动资产价格上行，吸引资金脱实向虚，有比较明显的副作用。9月1日国常会宣布今年再新增3000亿支小再贷款额度，支持银行向小微企业和个体工商户发放贷款。央行通过再贷款的方式，给予向小微企业投放信贷的存款机构以流动性的支持，同时引导金融机构积极放贷降低实体压力。由于再贷款是直达企业的一种宽松工具，更多作用的在于帮扶企业度过难关，并引导宽信用。虽然本质上也是货币投放，但对于债市的影响偏中性。

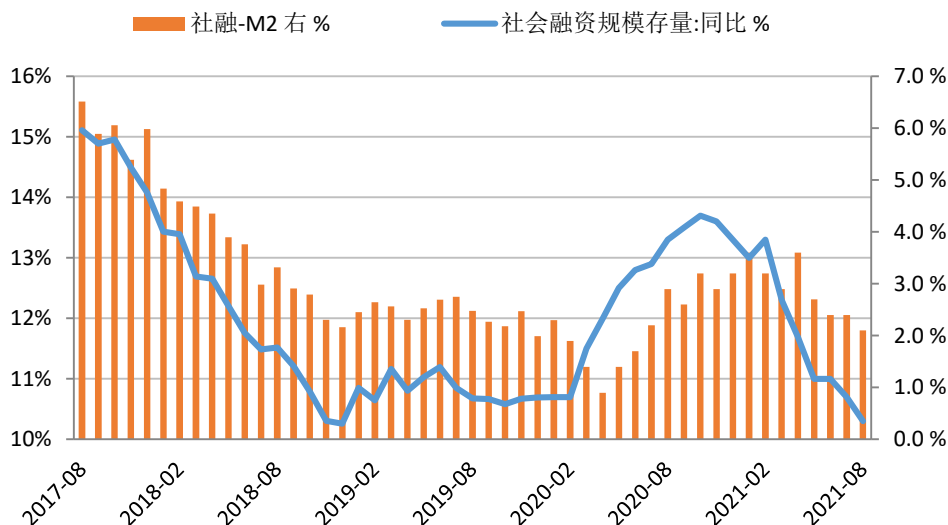
3.2 货币政策展望

3.2.1 宽信用难起

从7月底政治局会议“积极的财政政策要提升政策效能，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。”到上半年财政政策执行报告“加快财政支出进度，强化重点领域支出保障，切实提高资金使用效益。适度提速地方政府专项债券发行，用好地方政府专项债券资金，指导地方加强项目储备，推动今年底明年初形成实物工作量。”到近期的央行三季度例会“保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性。坚持把服务实体经济放到更加突出的位置。”监管层一再提及宽信用相关表述，且态度逐渐加强。目前引导宽信用的举措主要有3000亿再贷款额度和发行专项债，但仅仅靠这两项想要拉动信用扩张难度很高。

本轮紧信用自去年10月开始，社融增速自高点的13.7%降至目前的10.3%，社融-M2的剪刀差也连续四个月收窄。我们可以用M2来代表货币总供给，社融来反映实体总的融资需求，社融-M2剪刀差的收窄意味着货币总需求低于货币总供给，可以近似得出目前货币比信用宽松的结论。这与目前的经济现实也基本吻合，内需萎靡，企业融资扩张意愿不强，紧信用格局难破，货币则是稳健偏松。稳货币、紧信用是今年以来的主旋律，并演变成了小型的资产荒，这也是自春节以后债市走牛的主要原因。从社融分项来看，三季度社融显著回落主要是由于表外融资规模继续压缩和政府债券融资显著下滑。往年三季度是专项债发行高峰，但今年专项债发行进度明显滞后，发行规模弱于预期，我们认为这是由于紧信用环境下缺乏优质项目，今年专项债审批趋严，7月初财政部还出台了双绩效评估办法，导致专项债发行节奏过慢。而近期企业票据融资持续高增，也反映了企业实际融资需求不振，银行购买企业票据冲抵贷款考核要求。整体来看，四季度专项债剩余额度较高，政府债可能成为社融的一个增长点，预计紧信用有望转向稳信用。但中下游企业需求不佳，房地产企业受限制较多，非标融资也持续缩减，宽货币到宽信用的传导可能不够畅通。在房住不炒的大环境下，叠加化解地方隐性风险的要求，宽信用缺乏抓手。

图 3.2 社融-M2 剪刀差连续四个月收窄



资料来源：Wind 资讯南华研究

3.2.2 货币量宽价稳，以结构性宽松为主

我们认为未来货币政策大基调保持稳健，边际上适度宽松，宽松更多的会是以量为主，以结构性工具为主，预计 7 天资金中枢仍围绕政策利率波动。

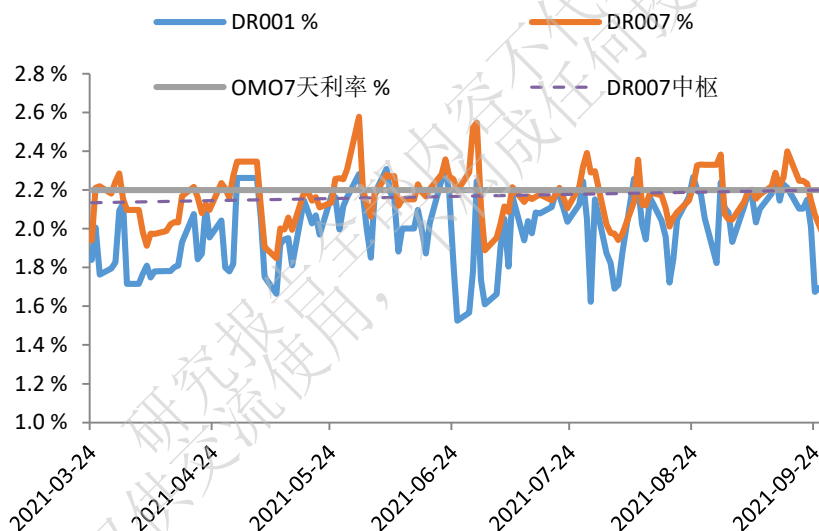
基本面来看，结构性通胀压力加剧，对于经济的负面影响更加明显，经济恢复仍然不稳固、不均衡。由于原材料价格持续走升，但产成品价格上不去，随着 PPI-CPI 剪刀差的继续走阔，中下游企业利润被不断压缩，议价能力较弱的中小企业生存压力很大。因此，目前央行的工作重点之一就是降低实体融资成本，让利于中小企业，帮助他们度过难关。7 月的全面降准目的也在于此，不过近期央行可能出于防范资金脱实向虚的考虑，而更多的动用直达实体的结构性工具（如再贷款、再贴现）来引导宽信用。目前的大环境与 7 月有些类似，并且由于能耗双控政策，近期结构性通胀压力进一步加剧，对于央行资金投放的需求也更加显著。

自“730 政治局会议”提出货币政策“跨周期调节”以来，央行货币政策取向有着明显变化，不再局限于短期的经济和通胀数据变动，而是把目标拉长至明年。其中最明显的变化就是对于经济下行的容忍度明显增加，今年的 GDP 增长目标仅有 6%，动用全面货币宽松去托经济的必要性不强，这也是近期面对大幅下滑的经济数据央行始终定力十足的主要原因。从近期央行三季度例会表述来看，大方向延续 730 政治局会议的表述，不过对外部环境的表述更加谨慎，新增“增强信贷总量增长的稳定性”表述，强调“坚持把服务实体经济放到更加突出的位置”、“用好新增 3000 亿元支小再贷款额度”，宽信用的诉求更加强烈。在央行有心宽信用，但商业银行无力落实的当下，货币宽松的必要性仍存。全面宽松概率很小，但结构性宽松的必要性很大，一些降低商业银行资金成本的数量型工具（如再贷款、再贴现、定向降准、GMLF 等）可能继续发力。

此外，四季度还有一些影响货币政策的扰动因素，如巨量利率债供给、美联储 Taper 等。供给方面，目前四季度地方政府债剩余额度为 1.58 万亿元，其中，专项债剩余额度高达 1.44 万亿。同时，四季度共有 2.45 万亿 MLF 到期，资金缺口较大。从近期央行对冲季末流动性波动来看，后续供给引发的资金波动也会被及时对冲掉，我们认为短期的资金扰动央行更大概率会运用逆回购净投放来对冲。因为央行对于逆回购投放的掌控力度更强，方便在事后回收多余流动性。美联储方面，目前市场认为美联储 11 月开启 Taper 的概率很高，但本轮疫情我国并未像美联储那样大水漫灌，并且自去年 5 月以来都在实施较为正常的货币政策，因此跟随收紧货币的必要性很低，我国货币政策还是以内为主，保证经济平稳恢复、保持信贷为稳定增长是当下国内央行的重点目标。

我们预测四季度货币政策保持稳健，边际上适度宽松，四季度的资金面大概率保持中枢不变。基于宽信用的诉求，保持流动性合理充裕基本是确定的。三季度资金面延续平稳态势，银存间隔夜利率整体保持在 1.6%-2.2% 之间波动，中枢为 2.01%；7 天期则基本保持在 1.9%-2.4% 之间震荡，中枢为 2.15%。三季度虽然市场对于货币宽松的预期经历过一轮明显的改变，但资金面仍保持非常平稳的状态。即便是 7 月全面降准之后，资金利率也没有出现显著下行，这也体现了央行政策调控的精准性。目前央行想要保持流动性平稳，并且央行也有足够的工具来对冲流动性波动，本次季末流动性在央行的呵护下不紧反松就体现了央行对市场流动性强大的掌控力。基于此，我们认为四季度央行有意愿也有能力保持流动性的合理充裕，预计资金面中枢不变，波动也不会太大。

图 3.3 DR007 始终围绕政策利率波动



资料来源：Wind 资讯南华研究

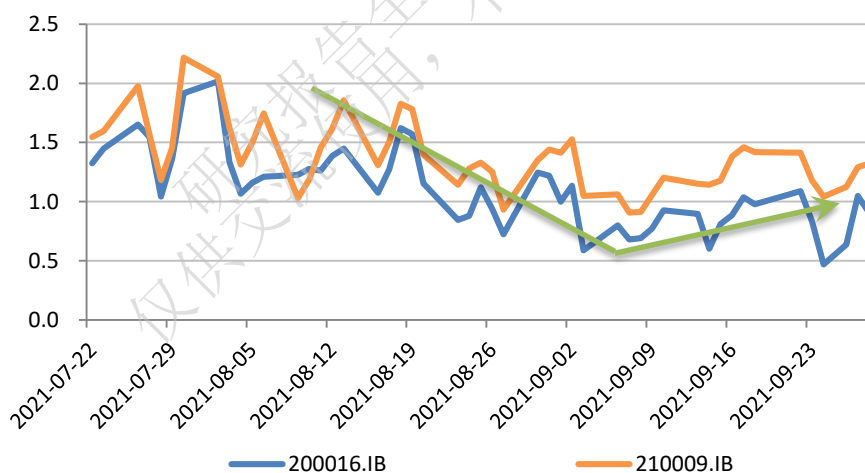
第4章 国债期货策略推荐

4.1 做多基差胜率更高

今年自春节之后基差持续走低，2月到5月中旬主力合约均为2106合约，5月到8月中旬至今主力合约均为2109合约，8月中旬至今主力合约均为2112合约，CTD券一直是200006。由于期货没有票息收益，当前时期持有期货端多头相较于现货端会损失近3个月的票息，通常为了补偿票息损失，当季合约的期货多头通常可以从期货端获得净价收益，远月合约价格会更便宜。故移仓换月后基差通常会先走升，而200006的基差经历两次换月却并未明显回升，我们认为主要原因是上半年债市处于顺周期行情，资金面持续宽松叠加财政后置，使得市场处于轻微的资产荒环境中，债市走出了一波小牛市，十债现券收益率自春节前的3.28%最低降至8月初的2.8%，下行幅度近50BP，而投资者在期货端博反弹，使得期货端更强于现货端，带动基差一路走低。基差的持续低位也侧面反映了市场情绪的过热。

考虑到当前基差水平已经非常低，且过热的市场情绪可能逐渐降温，未来继续做空基差收益有限。地方债发行加速和宽信用预期可能发酵是近期的潜在利空，若利空得到证实，债市或面临阶段性回调压力，届时套保盘和期货投机做空者将共同推升基差，基差水平也将逐渐修复。目前随着债市小幅调整，基差也初见走升迹象。而即便后续央行大量投放流动性进行对冲，利空最终被证伪，基差继续下行的空间也是非常有限的，做多基差的损失不大。当前做多基差胜率更高、赔率也低，即便短期基差并未快速走升，我们也建议保持做多基差策略不变，该策略可以持续到11月初，在新一轮的移仓换月来临之后，时间将变为基差多头的敌人，我们建议届时提前平仓。策略上，保持做多基差策略，建议做多T合约的CTD券基差。

图 4.1 T2112 合约活跃券基差初见回升迹象

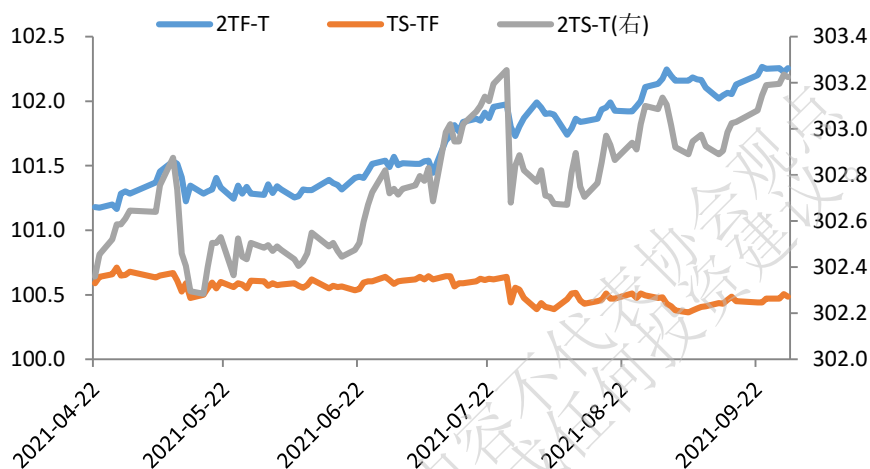


资料来源：Wind 资讯南华研究

4.2 保持做平曲线

三季度债市走出了一波小牛市，曲线形态小幅走平，但 5 年期整体表现更强。2TF-T 自 6 月初的 101.255 元升至现在的 102.13 元，2TS-T 自一季度的 302.1 附近升至目前的 303 元，目前点位均位于过去半年的 95%分位数附近，说明期货端曲线已经走向较为极端的水平，而极端代表着大概率会反转。展望四季度，经济下行压力更加凸显，而货币宽松的幅度可能不及预期，届时长端可能表现更强，因此逻辑上做平曲线策略胜率更高。同时，目前收益率曲线偏陡，统计上也存在做平收益率曲线机会，可以从资金面收敛局面导致的短端回调中获利。策略上，**保持做平收益率曲线，推荐 T-2TF**。此外，多 T 多 TS 空 TF 策略目前处于过去一年的 11%分为水平，存在蝶式套利机会，**可尝试 T+2TS-4TF 蝶式策略**。

图 4.2 2TF-T 处于历史 90%分位以上



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。

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。



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

股票简称：南华期货 股票代码：603093 南华期货营业网点

