

经济供强需弱，债市风险可控



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级:

国债: 震荡

报告日期:

2024 年 05 月 20 日

★经济增速多数不及预期，结构方面供强需弱

经济数据呈现出供强需弱的特征。生产端：出口交货值增速明显回升拉动生产，4 月工增同比为 6.7%，前值 4.5%。需求端：

1) 4 月社零增速为 2.3%，预期值为 4.54%。商品零售、餐饮收入同比增速均下降，餐饮收入同比降幅相对较大。居民资产负债表承压，主动消费意愿仍显不足。2) 地产相关数据继续普遍走弱，销售承压仍是核心问题，地产开发商获得的销售回款增速仍然深度负增长，1-4 月开发投资增速为-9.8%，跌幅较前值扩大 0.3 个百分点。3) 1-4 月制造业累计增速为 9.7%，设备工器具购置累计同比仍处于高位。4) 受专项债发行节奏偏慢的影响，基建累计增速下降至 7.8%。

展望未来，总量需求有望改善，改善幅度仍有待观察。有利的一面是，随着政策的发力，市场对于未来需求的预期也在改善。一是超长期特别国债发行节奏落地。随着资金支出，后续基建以及部分制造业行业投资增速有望上升。二是地产去库存政策的持续推出。和去年的稳地产政策相比，本轮政策的最大亮点是政府为地产行业“增信”的信号十分明显，短期内市场预期会得到提振，一部分增量需求也将被激发，只是销售改善幅度以及持续时间尚有待观察。略偏不利的一面是，外需面临的政策风险正在上升，但暂时来看，受海外制裁的领域出口占比整体有限。综合而言，有利于基本面的因素正在积累，叠加 PPI 等数据基数逐渐降低，后续经济数据的读数有望改善。

★债市风险可控，短端强于长端

地产政策虽发力，但最终效果不宜高估，债市风险尚可控。品种上超长债或弱于短债。策略方面：1) 仍可以以回调买入思路对待。2) 超长债表现弱于短债，曲线走陡。3) TL 基差收敛空间相对明显。4) 较为担忧调整的投资者可关注空头套保策略。

★风险提示：

人民币汇率超预期贬值，输入性通胀压力上升。

张彧东

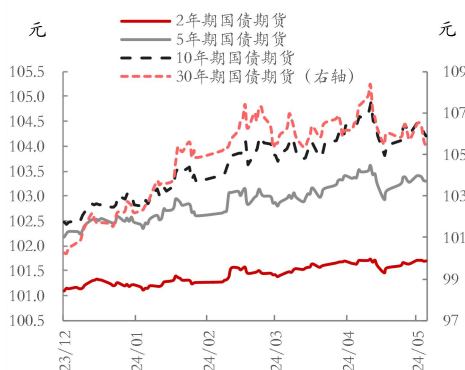
宏观策略分析师

从业资格号： F3085356

投资咨询号： Z0018866

Tel: 63325888-1610
















Email: candong.zhang@orientfutures.com



1、经济数据多数不及预期，结构方面供强需弱

4月经济数据多数不及预期。具体来看，4月工业增加值同比增速为6.7%，前值4.5%，预期值为5.43%；1-4月固定资产投资累计增速同比为4.2%，前值为4.5%，预期值为4.73%；4月社零同比增速为2.3%，前值3.1%，预期值4.54%。数据公布后，国债期货跌幅收窄。

图表1：4月经济数据一览

	指标	环比	24/04	24/03	24/02	23/12	23/11	23/10	23/09	23/08	走势图
生产	工业增加值：当月同比	2.2	6.7	4.5	-12.7	6.8	6.6	4.6	4.5	4.5	
	服务业生产指数：当月同比	-1.5	3.5	5.0	--	8.5	9.3	7.7	6.9	6.8	
投资	固定资产投资：累计同比	-0.3	4.2	4.5	4.2	3.0	2.9	2.9	3.1	3.2	
	制造业：累计同比	-0.2	9.7	9.9	9.4	6.5	6.3	6.2	6.2	5.9	
	制造业：当月同比	-1.0	9.3	10.3	9.4	8.2	7.1	6.2	7.9	7.1	
	基建：累计同比	-1.0	7.8	8.8	9.0	8.2	8.0	8.3	8.6	9.0	
	基建：当月同比	-2.7	5.9	8.6	9.0	10.7	5.4	5.6	6.8	6.2	
	地产开发投资：累计同比	-0.3	-9.8	-9.5	-9.0	-9.6	-9.4	-9.3	-9.1	-8.8	
消费	社零：当月同比	-0.8	2.3	3.1	5.5	7.4	10.1	7.6	5.5	4.6	
	商品：当月同比	-0.7	2.0	2.7	4.6	4.8	8.0	6.5	4.6	3.7	
	餐饮：当月同比	-2.5	4.4	6.9	12.5	30.0	25.8	17.1	13.8	12.4	
进出口	出口：当月同比	9.0	1.5	-7.5	5.4	2.2	0.7	-6.6	-6.8	-8.5	
	进口：当月同比	10.3	8.4	-1.9	-8.1	0.2	-0.7	3.0	-6.3	-7.2	
就业	城镇调查失业率	-0.2	5.0	5.2	5.3	5.1	5.0	5.0	5.0	5.2	
	31个大城市城镇调查失业率	-0.1	5.0	5.1	5.1	5.0	5.0	5.0	5.2	5.3	

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

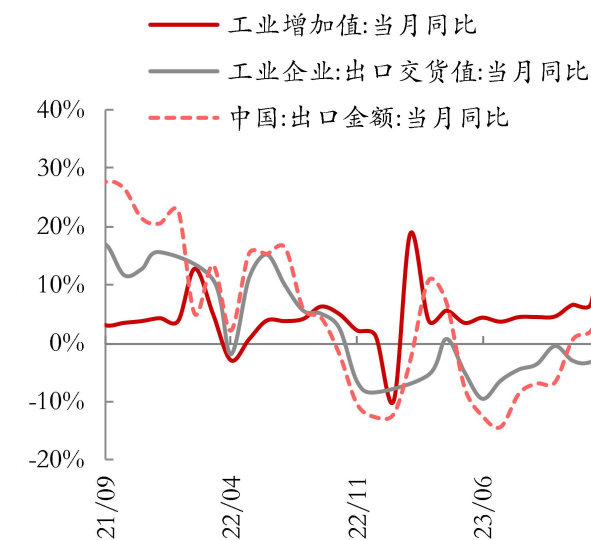
经济数据呈现出供强需弱的特征。生产端：五一假期错位，去年工增基数偏低，另外出口交货值增速明显回升拉动生产。结构方面，高技术制造业工增同比增速持续回升。需求端：1) 社零增速不及预期。商品零售、餐饮收入同比增速均下降，餐饮收入同比降幅相对较大。居民资产负债表承压，主动消费意愿仍显不足。2) 地产相关数据继续普遍走弱，销售承压仍是核心问题，地产开发商获得的销售回款增速仍然深度负增长，开发投资的跌幅也继续扩大。3) 制造业增速高位震荡，设备工器具购置累计同比仍处于高位。4) 受专项债发行节奏偏慢的影响，基建累计增速下降至7.8%。

展望未来，总量需求有望改善，改善幅度仍有待观察。有利的一面是，随着政策的发力，市场对于未来需求的预期也在改善。一是超长期特别国债发行节奏落地。随着相关资金的支出，后续基建以及部分制造业行业投资增速有望上升。二是地产去库存政策的持续推出。和去年的稳地产政策相比，本轮政策的最大亮点是政府为地产行业“增信”的信号十分明显，短期内市场预期会得到提振，一部分需求也会被激发，只是销售改善幅度以及持续时间尚有待观察。略偏不利的一面是，外需面临的政策风险正在上升，但暂时来看，受海外制裁的领域出口占比整体有限。综合而言，有利于基本面的因素正在积累，叠加PPI等数据基数逐渐降低，后续经济数据的读数有望改善。

1.1 生产端：强出口拉动生产，高技术制造业表现亮眼

4月工增同比为6.7%，前值为4.5%，预期值为5.43%；1-4月工增累计同比为6.3%，前值6.1%。4月环比增速为0.97%，高于季节性平均水平。综合来看，工业生产修复的节奏较快，一是4月出口增速超预期，出口交货值增速明显上升拉动工业生产；二是前期生产节奏偏慢，工业生产增速也存在着自发修复的基础；三是去年五一假期相对靠前，低基数也推升了本期工业生产的读数。

图表2：出口交货值增速持续上升



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表3：高技术制造业工增同比增速继续回升




























资料来源：Wind，东证衍生品研究院

分行业来看，4月采矿业、制造业、电力、热力、燃气及水生产和供应业以及高技术制造业工增累计同比分别为2.0%、7.5%、5.8%和11.3%，前值分别为0.2%、5.1%、4.9%和7.6%，各行业生产增速普遍回升，高技术制造业回升幅度较大。分行业拆解制造业可以发现：1) 出口需求回升拉动我国制造业生产的逻辑还在持续。4月我国机电产品、汽车相关产品的出口金额超季节性水平，对应着汽车制造业（当月增速为16.3%，较前值上升6.9个百分点）和计算机、通信和其他电子设备制造业（当月增速为15.6%，较前值上升5.0个百分点）工增同比超过制造业整体水平，也均较前值上升。2) 受国内设备更新等相关政策影响，中下游设备制造业以及下游部分高技术制造业的生产增速也在改善。通用设备、专用设备、电气机械、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业工增同比均较前值上升。同时，制造业的强需求也拉动了上游的有色金属相关行业工业增加值同比高增。3) 黑色金属冶炼及压延加工业工增同比为2.0%，较前值回落1.3个百分点，应是受到了地产产业链的拖累。

展望未来，工业生产有望继续改善。近期需求侧的有利因素正在积累：1) 随着特别国债等债务资金逐渐落地，基建需求有望回升；2) 稳地产政策也在提振市场情绪，暂时

来看需求也有望边际改善；3) 海外补库存以及国内设备更新的逻辑仍有望支持制造业投资。但工增同比回升的幅度应相对有限：一是同比基数将在未来几个月小幅抬升；二是我国产能过剩的问题仍较为明显，会压制生产端的持续增长；三是地产需求改善的空间比较有限。

图表4：4月工业生产数据一览

上下游	行业	生产变化	24/04	24/03	23/12	23/11	23/10	23/09	23/08	23/07	23/06	迷你图
上游采掘	煤炭开采和洗选业	3.10%	1.50%	-1.60%	5.80%	5.20%	3.30%	1.40%	1.60%	0.40%	2.00%	
	石油和天然气开采业	0.80%	0.70%	1.50%	3.50%	1.80%	0.40%	3.40%	7.20%	4.20%	4.10%	
	黑色金属矿采选业	#N/A	#N/A	6.70%	16.60%	11.60%	12.80%	1.30%	-2.10%	6.10%	0.00%	
	有色金属矿采选业	#N/A	#N/A	9.90%	3.80%	2.70%	9.50%	-0.90%	-0.90%	-1.20%	-7.80%	
中上游原材料	非金属矿采选业	#N/A	#N/A	-2.00%	-3.20%	-2.70%	-2.40%	-5.90%	-5.60%	-10.50%	-8.50%	
	石油、煤炭及其他燃料加工业	#N/A	#N/A	7.20%	15.00%	8.10%	9.20%	9.40%	14.80%	14.80%	6.80%	
	化学原料及化学制品制造业	3.20%	12.30%	9.10%	11.00%	9.60%	12.10%	13.40%	14.80%	9.80%	9.90%	
	化学纤维制造业	#N/A	#N/A	7.30%	16.20%	16.80%	11.20%	11.70%	16.70%	13.20%	9.40%	
中下游加工	橡胶和塑料制品业	5.20%	10.50%	5.30%	9.90%	7.40%	6.00%	6.00%	5.40%	3.60%	3.00%	
	非金属矿物制品业	1.30%	-1.50%	-2.80%	0.30%	-0.60%	-1.10%	-1.70%	-1.60%	-3.40%	-0.40%	
	黑色金属冶炼及压延加工业	1.30%	2.00%	3.30%	2.10%	5.10%	7.30%	9.90%	14.50%	15.60%	7.80%	
	有色金属冶炼及压延加工业	0.20%	11.40%	11.20%	12.90%	10.20%	12.50%	8.40%	8.80%	8.90%	9.10%	
中下游消费	金属制品业	4.40%	5.90%	1.50%	7.30%	6.00%	5.50%	3.70%	1.40%	1.40%	2.40%	
	通用设备制造业	3.70%	3.70%	0.00%	4.60%	0.80%	-0.10%	0.00%	-0.80%	-1.40%	-0.20%	
	专用设备制造业	1.10%	2.00%	0.90%	3.60%	1.90%	2.70%	1.60%	-0.50%	1.50%	3.40%	
	电气机械及器材制造业	1.00%	5.80%	4.80%	10.10%	10.20%	9.80%	11.50%	10.20%	10.60%	15.40%	
下游消费	计算机、通信和其他电子设备制造业	5.00%	15.60%	10.60%	9.60%	10.60%	4.80%	4.50%	5.80%	0.70%	1.20%	
	仪器仪表制造业	#N/A	#N/A	1.80%	5.90%	3.20%	0.20%	-1.10%	-2.20%	-3.60%	1.70%	
	农副食品加工业	4.00%	1.20%	5.20%	-0.80%	-0.50%	0.70%	1.20%	3.10%	3.00%	2.20%	
	食品制造业	-0.10%	4.80%	4.90%	4.40%	3.80%	4.70%	6.40%	2.50%	0.00%	3.10%	
下游消费	酒、饮料和精制茶制造业	-0.20%	3.80%	4.00%	2.10%	4.80%	3.40%	2.70%	-2.90%	-3.10%	0.20%	
	烟草制品业	#N/A	#N/A	3.30%	-8.00%	5.70%	-2.70%	1.90%	0.90%	-0.80%	19.10%	
	纺织业	1.10%	6.60%	2.50%	1.70%	2.10%	2.00%	0.80%	1.40%	-0.30%	-0.40%	
	纺织服装、服饰业	#N/A	#N/A	-5.40%	-1.80%	-5.50%	-5.70%	-8.10%	-10.30%	-11.10%	-6.90%	
下游消费	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	#N/A	#N/A	0.40%	0.00%	-1.60%	-4.20%	-6.50%	-8.40%	-9.80%	-8.00%	
	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	#N/A	#N/A	-0.10%	-2.70%	-2.60%	-0.80%	-2.60%	-0.20%	-4.60%	-3.30%	
	家具制造业	#N/A	#N/A	1.30%	1.90%	-0.40%	-3.20%	-5.30%	-6.50%	-7.70%	-9.30%	
	造纸及纸制品业	#N/A	#N/A	9.90%	9.20%	7.80%	8.50%	6.60%	6.60%	2.50%	1.60%	
下游消费	印刷和记录媒介的复制业	#N/A	#N/A	1.50%	0.60%	-1.30%	0.00%	-2.90%	-4.50%	-5.20%	-5.50%	
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	#N/A	#N/A	-4.50%	2.50%	-0.60%	-3.30%	-2.50%	-5.50%	-8.70%	-6.80%	
	汽车制造业	6.90%	16.30%	9.40%	20.00%	20.70%	10.80%	9.00%	9.90%	6.20%	8.80%	
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	4.60%	13.20%	8.60%	5.60%	12.70%	9.60%	2.60%	3.10%	1.00%	4.70%	
下游消费	医药制造业	1.80%	4.90%	3.10%	-3.30%	-8.10%	-10.40%	-7.70%	-6.20%	-3.50%	-2.10%	

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

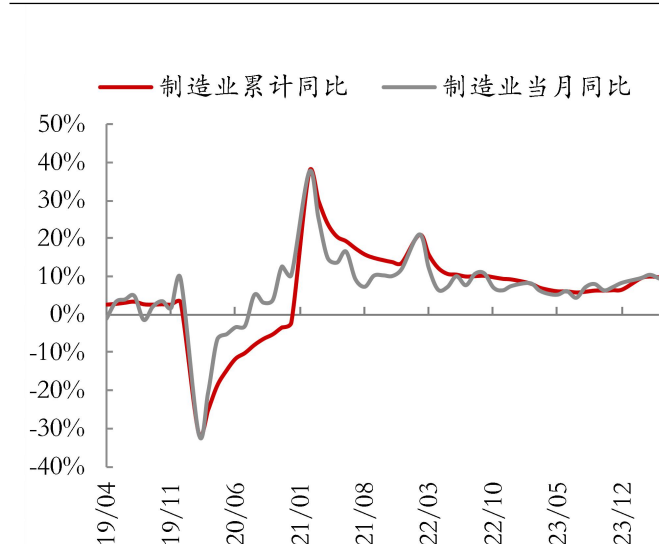
1.2 投资端：投资增速普遍走弱，5月稳增长政策正在发力

1-4月制造业累计同比增速为9.7%，前值为9.9%；4月单月的投资增速为9.3%，前值为10.3%；1-4月民间投资增速为0.3%，前值为0.5%。综合来看，制造业投资增速小幅回落，但绝对水平仍处于高位。结构方面：1) 1-4月设备工器具购置增速录得17.2%，较前值小幅回落0.4个百分点，但绝对水平仍然较高。2) 中下游制造业投资增速同样普遍较前值小幅回落，但绝对增速均高于制造业整体增速。去年基数逐渐抬升，对今年的读数有一定拖累。3) 下游食品、纺织行业的投资增速普遍较前值上升。

今年制造业投资是拉动GDP的关键力量，未来的增速仍将维持高位，外需拉动和国内政策发力是制造业投资持续高增的核心逻辑。但也需关注潜在的风险：一是我国产能过剩问题较为明显，近期中下游行业、部分高技术制造业行业也出现了产能过剩问

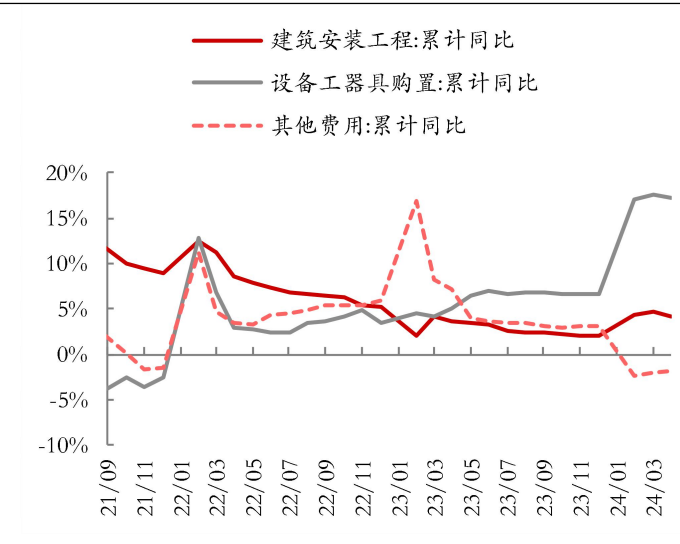
题。二是民间投资的意愿仍然不强，近期增速基本在0附近，部分私营企业自发开展设备更新的意愿也是偏弱的。三是要关注政策风险对于海外需求的影响。

图表5：制造业投资增速高位震荡



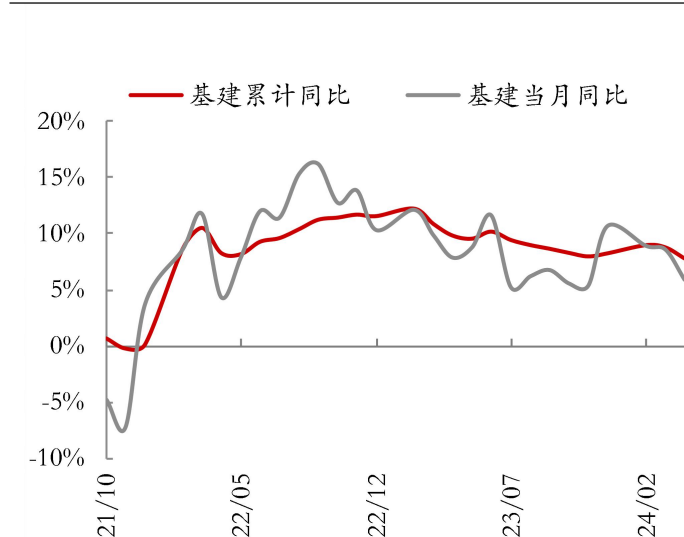
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表6：设备工器具购置增速处于高位



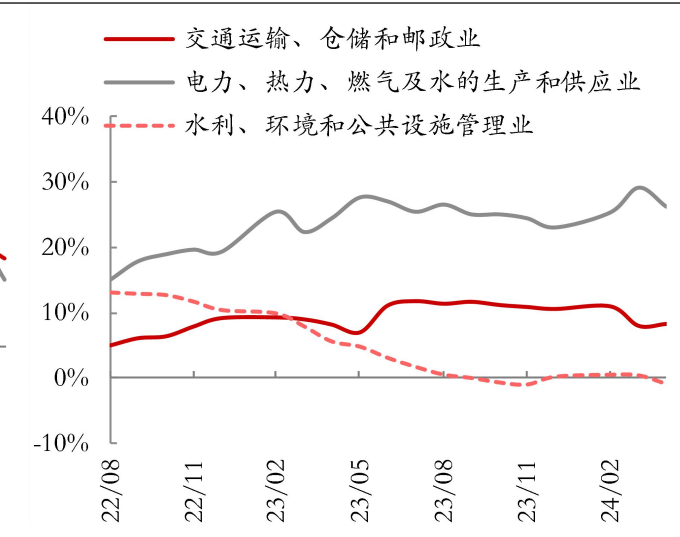
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表7：广义基建投资增速小幅下降



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表8：基建各子行业投资增速



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

1-4月广义基建累计增速为7.78%，前值为8.75%；狭义基建累计增速为6.0%，前值为6.5%；3月当月的基建增速为5.9%，前值为8.6%。近期基建增速持续下降，政府债发行节奏偏慢，企业资金承压是主要原因。结构方面，1-4月交通运输、仓储和邮政业、电力、热力、燃气及水的生产和供应业以及水利、环境和公共设施管理业的累计增速

分别为8.2%、26.2%和-1.0%，分别较前值变化+0.3、-2.9和-1.3个百分点。行业层面上，电力投资持续高速增长；水利管理业投资增速同样较高，结合财政存款来看，去年末国债募集的资金正在持续支出；道路运输业、公共设施管理业投资增速较前值大幅下降，应与专项债资金到位节奏偏慢有关。

展望未来，基建增速中枢有望小幅抬升。超长期特别国债的发行节奏已经确定，第一笔30年期国债在5月17日发行，市场参与度整体较高。6-10月，特别国债每月的发行额大约在1500亿元-2000亿元之间。另外，专项债发行也将提速。我国今年专项债发行的节奏整体偏慢，后续节奏将会加快。随着资金逐渐到位，基建增速中枢有望在年中至三季度逐渐抬升。由于债务发行的节奏相对比较平缓，基建增速中枢上移的节奏也将是平缓的。

图表9：4月地产数据一览

分类	指标 (%)	变化	24/04	24/03	24/02	23/12	23/11	23/10	23/09	23/08	走势图
房企资金来源	合计:累计同比	1.1	-24.9	-26.0	-24.1	-13.6	-13.4	-13.8	-13.5	-12.9	
	国内贷款:累计同比	-1	-10.1	-9.1	-10.3	-9.9	-9.8	-11.0	-11.1	-12.8	
	自筹资金:累计同比	4.5	-10.1	-14.6	-15.2	-19.1	-20.3	-21.4	-21.8	-22.9	
	其他资金:定金及预收款:累计同比	0.3	-37.2	-37.5	-34.8	-11.9	-10.9	-10.4	-9.6	-7.3	
	其他资金:个人按揭贷款:累计同比	1.3	-39.7	-41.0	-36.6	-9.1	-8.1	-7.6	-6.9	-4.3	
销售	商品房销售面积:累计同比	-0.8	-20.2	-19.4	-20.5	-8.5	-8.0	-7.8	-7.5	-7.1	
	商品房销售额:累计同比	-0.7	-28.3	-27.6	-29.3	-6.5	-5.2	-4.9	-4.6	-3.2	
投资	竣工面积:累计同比	0.3	-20.4	-20.7	-20.2	17.0	17.9	19.0	19.8	19.2	
	施工面积:累计同比	0.3	-10.8	-11.1	-11.0	-7.2	-7.2	-7.3	-7.1	-7.1	
	新开工面积:累计同比	3.2	-24.6	-27.8	-29.7	-20.4	-21.2	-23.2	-23.4	-24.4	
	开发投资完成额:累计同比	-0.3	-9.8	-9.5	-9.0	-9.6	-9.4	-9.3	-9.1	-8.8	

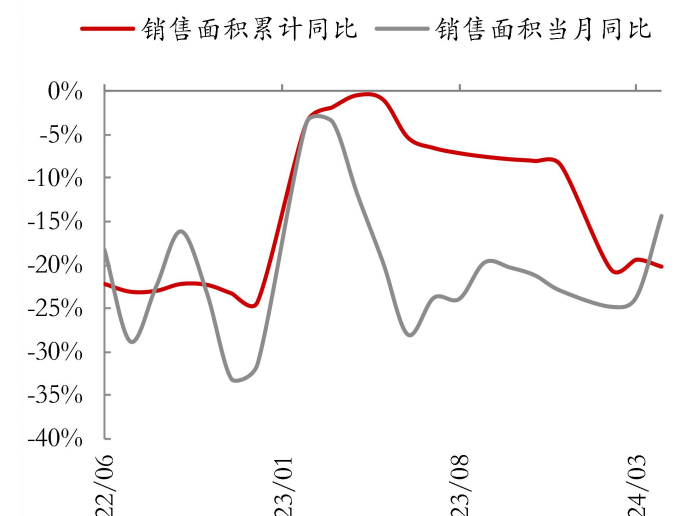
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表10：房地产投资跌幅继续扩大



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表11：新房销售增速跌幅变化



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

4月地产相关数据表现仍然不佳，核心问题依然是新房销售不振。1-4月商品房销售面积累计增速为-20.2%，跌幅较前值扩大0.8个百分点。受销售疲弱的影响，房企资金来源中的定金及预收款、个人按揭贷款同比增速仍然偏低。虽然房企自筹资金累计增速跌幅收窄拉动房企资金来源增速跌幅收窄，但房企资金紧张的问题仍然是非常明显的。投资方面，1-4月新开工面积累计增速为-24.6%，跌幅较前值收窄3.2个百分点，虽如此，4月新开工面积仍然处于季节性低位。地产开发投资增速为-9.8%，跌幅较前值扩大0.3个百分点，或受拿地拖累。近期房企拿地意愿较低，4月成交土地占地面积明显弱于季节性平均水平。

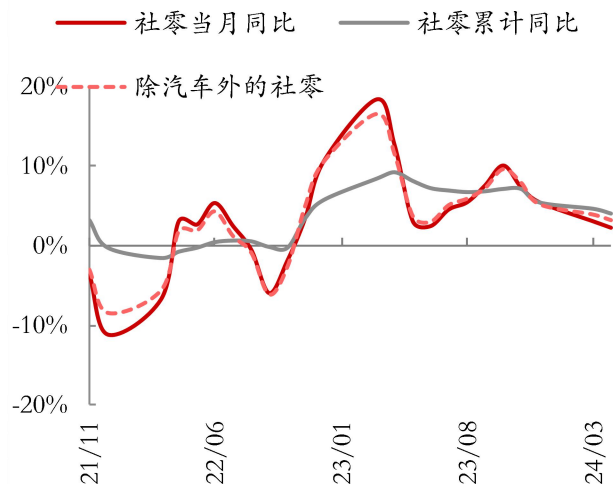
近期稳地产政策密集出台，短期有望提振市场情绪，但政策的最终效果尚有待观察。政策的主要目的包括：1) 保交楼。总体思路是通过多种手段向地产开发商注入流动性，比如进一步发挥城市房地产融资协调机制作用、推进“白名单”机制、处置盘活存量土地、创设再贷款工具支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房等。2) 去库存。一者是地方国企直接收购商品房；二是央行通过降低最低首付比例、取消全国层面个人住房贷款利率政策下限等多种方式刺激居民部门加杠杆。本轮政策态度较为坚决，市场预期得到了一定提振，地产相关标的明显上涨。但由于存在着较多堵点，政策的最终效果尚有待观察，比如：1) 在收购商品房作为保障房租售这一模式上，地方国企若难以做到收支平衡，银行放贷的意愿也不会很高。2) 在收入、收入预期以及资产预期尚未改善的情况下，居民部门增量的举债规模也将有限。在居民杠杆率不明显提升的情况下，当前地产面临的诸多问题难以得到根本性解决。

1.3 消费端：消费表现平平，向上弹性较小

4月社零同比为2.3%，前值为3.1%；社零环比增速为0.03%，仍低于季节性平均水平。虽然本月社零增速的回落存在高基数的影响，剔除基数后，社零两年平均同比增速较前值回升，但综合来看，消费向上的弹性仍然比较小，居民内生性的消费释放需要时间，而消费中枢上移的前提则是收入、收入预期以及资产预期的改善。结构方面：1) 餐饮收入增速继续高于商品零售，但餐饮收入增速跌幅也更大。4月餐饮收入、商品零售增速分别为4.4%和2.0%，前值分别为6.9%和2.7%。2) 必选商品的增速整体保持稳定，各分项均高于社零整体增速，这说明其他类型的消费需求实际上拖累了社零增速。3) 4月汽车社零增速为-5.6%，较前值下降1.9个百分点，高基数对于汽车消费的影响较为明显，汽车两年平均同比增速为14.14%，较前值大幅上升，当前汽车消费需求仍有韧性。4) 受高基数影响，可选消费零售增速普遍下降，但两年平均同比增速多数较前值回升。

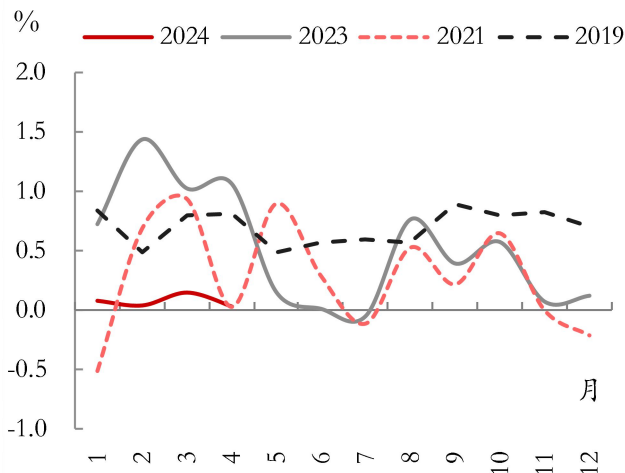
展望未来，消费向上的弹性空间仍然有限。一是收入预期以及资产预期的改善需要时间。央行问卷调查结果显示Q1居民未来收入信心指数处于历史低位，且二手房价格的不断下跌也导致居民部门资产预期受损。二是居民实际的消费意愿也不高。多个假期居民出行改善情况均强于旅游支出改善情况，即居民出行放松的意愿更强，但消费的意愿相对不强。再者，存款利率持续下行带来的消费也非常有限，居民存款往往转向理财，居民仍期待偏稳健的收益。三是政策对于消费需求的提振效果不宜高估。综合来看，消费中枢上移的难度较高。

图表12：社零同比增速回落



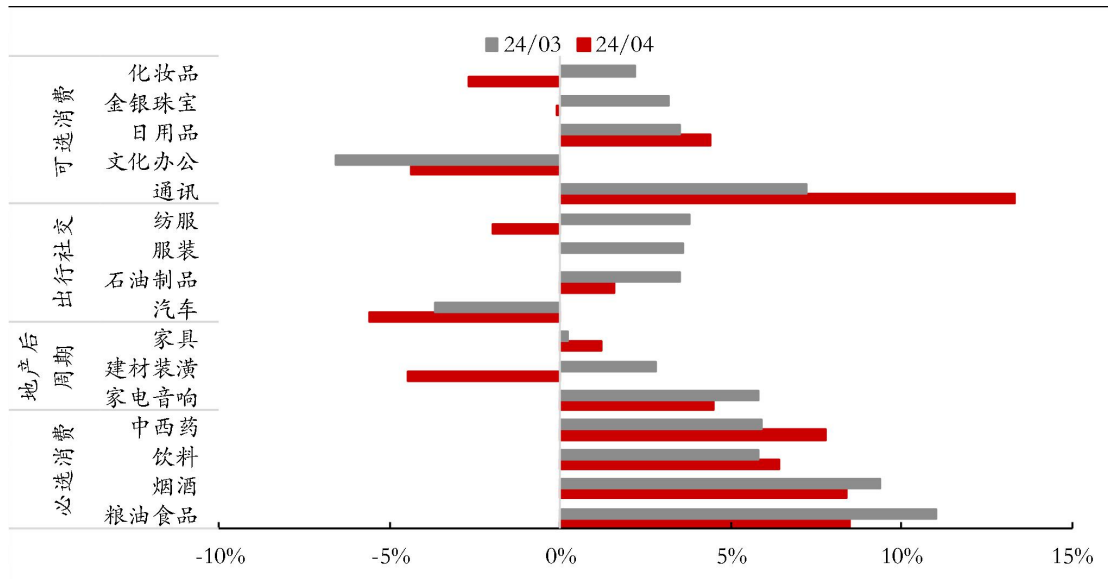
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表13：社零环比增速低于季节性均值



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表14：各行业社零同比增速变化



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

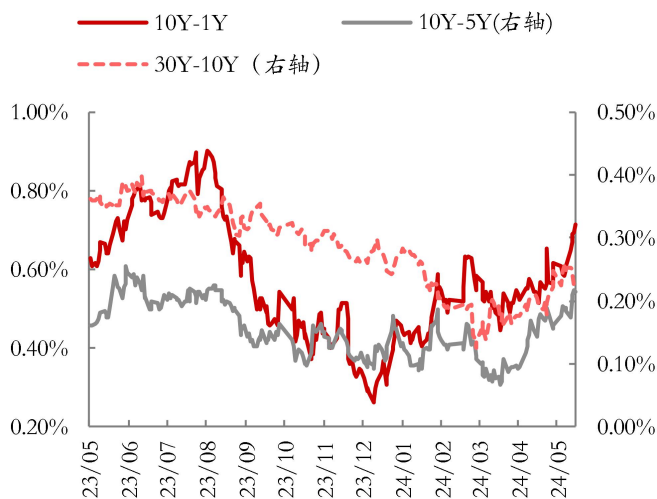
2、债市风险可控，短端强于长端

近期受政策影响，债市以震荡为主。一方面，地产政策发力的预期始终存在；另一方面，财政政策略不及市场预期，超长期特别国债的发行节奏偏慢。未来债市面临的风险整体可控。从基本面上看，虽然有利于需求的因素不断增加，但需求改善的幅度仍有待观察。地产作为最重要的终端需求，改善的空间是不宜高估的。终端需求改善的

空间相对有限，通胀预期也很难得到明显提振。从政策面上看，当前财政、地产政策发力的节奏已经比较清晰，增量利空相对有限。而从配合财政、地产政策发力的逻辑来看，货币政策发力的概率也存在，后续不能排除降准降息预期上升的可能。从资金面上看，政府债发行节奏相对比较平缓、地产政策拉动居民融资需求的效果不宜高估，央行维持资金面平稳的意愿仍然存在，预计资金利率上行的风险不大。虽然商业银行相对缺乏负债，但近期非银资金面是比较充裕的，资金分层的现象基本消失。从市场情绪来看，周五地产政策落地后，市场走出利空落地行情，现券利率震荡下行。

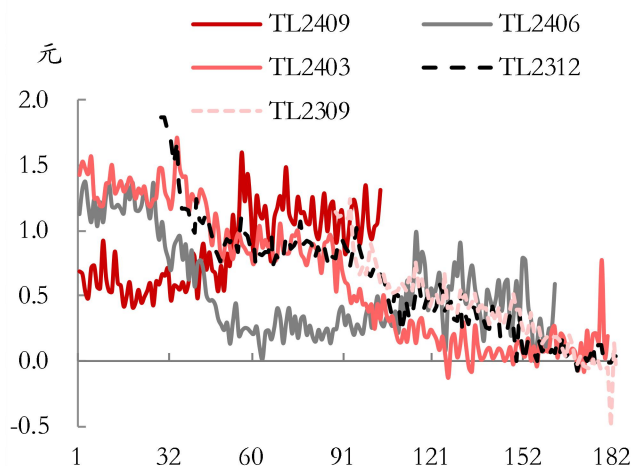
从品种上看，短端或将继续强于长端。短债方面，资金面的重大利空因素暂不存在。虽然银行间资金利率难以大幅下行，但非银资金是比较充裕的，短债仍有走强的基础。长债尤其是超长债面临的风险相对较大。第一，是央行认为未来超长债市场供需有望进一步走向均衡，金融时报也指出 2.5%至 3%可能是长期国债收益率的合理区间，现在超长债的利率水平偏低。第二，超长期特别国债持续发行，本身就是对市场承接能力的一种考验。第三，若市场机构普遍认为超长债利率存在着上行的压力，那么短期内以较低的利率水平配置超长债的意愿也不会很强。5月17日第一笔超长期特别国债已经发行，中标利率为 2.57%，略高于市场预期。

图表 15：期限利差变化情况



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 16：TL2409、2406 基差水平偏高



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

国债期货方面，TL 主力和次主力合约的基差水平明显偏高，建议关注基差收敛所带来的套利机会。但考虑到 TL 未来面临的下跌风险是最大的，做多 TL 的相关策略应快进快出。近期跨期价差的变化由市场情绪主导，短期内市场若走出利空落地的行情，那么跨期价差有望小幅收窄。品种方面，由于 TL2409 合约基差水平偏高，多头移仓的矛盾相对突出。TS2406 和 TS2409 的基差水平相差不大，移仓矛盾相对不突出。

策略方面：1) 债市风险相对可控，仍可以以回调买入思路对待。2) 超长债表现弱于

短债，曲线走陡。3) TL 基差收敛空间相对明显。4) 较为担忧调整的投资者可关注空头套保策略。

3、风险提示

人民币汇率超预期贬值，输入性通胀压力上升。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15% 以上	上涨 15% 以上	上涨 15% 以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15% 以上	下跌 15% 以上	下跌 15% 以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com