

交易咨询资格号：  
证监许可[2012]112

国债期货  
月度报告

2023 年 11 月 1 日

## 分析师

姓名：李荣凯

宏观经济与国债期货分析师

期货从业资格：F3012937

交易咨询资格：Z0015266

联系电话：0531-81678688

E-mail: lirk@ztqh.com

客服电话：400-618-6767

公司网址：www.ztqh.com

## 中泰微投研小程序



## 中泰期货公众号



## 概述

- 8 月以来债券市场交易主线没有明显变化，主要交易资金面的收敛。由于央行对于货币市场特别是 7 天的调控能够实现定量精准，因此流动性收敛可以理解成为货币政策需要。政府债发行上量提速，也是围绕以内为主兼顾外汇这一主线逻辑下，宏观政策操作层面的配合措施。当前债券市场情绪并未跟随债市调整而明显降温，整体仍然处于过热水平。看到年内，债市催动的矛盾可能仍然在于资金面，而对于经济基本面市场分歧可能并不大，预计债券交易逻辑继续偏中短期因素。由于资金利率的抬升导致国债基差的 Carry 降低，目前国债期货的基差普遍会处于低位运行，利率债多头持有者参与国债期货等同于持有正基差，这对套期保值者友好。参与该策略可以应对两种未来情景。一是，经济逐步恢复，收益率曲线持续上行可以保护多头头寸；二是，当前偏紧的短端流动性改善后的 Carry 走升导致基差走阔。与之相对的风险是，债券收益率继续平坦化。
- 专题研究：美债收益率高位限制稳增长货币政策优先级，债券收益率下行空间被压缩
- 风险因素：人民币贬值大幅超出预期。

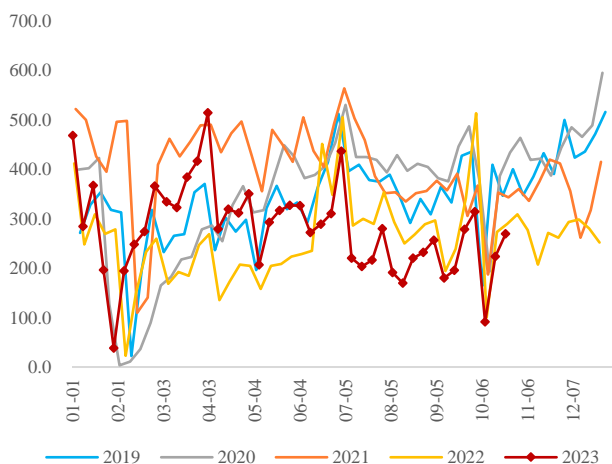
# 债市延续资金面驱动交易

## 美债收益率高位限制稳增长货币政策优先级

### 一、国内经济边际好转，债市延续资金面驱动的交易逻辑

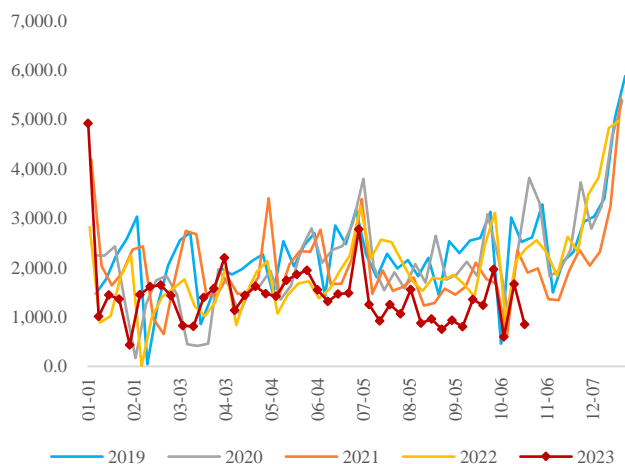
- 从国内经济基本面看，国内宏观经济运行并未像股票指数那样持续向下，已经表现出弱企稳的态势。PMI 指数已经连续 4 个月企稳回升，并升至荣枯线上方。不过，由于国内经济关键动能地产和外贸仍在收缩，因而市场对于宏观经济弱企稳之后的复苏弹性预期偏弱。此外，国庆假期结束后，市场消费数据与文旅部门此前的预期有一定落差。此外，地产政策放松后假期窗口检验的结果是数据偏弱。因而市场对于国内市场消费能力和水平的恢复预期与流动性人口的显著恢复之间存在一定的预期差。

图表 1: 30 大中城市商品房成交面积(万平方米)



来源：IFind，中泰期货整理

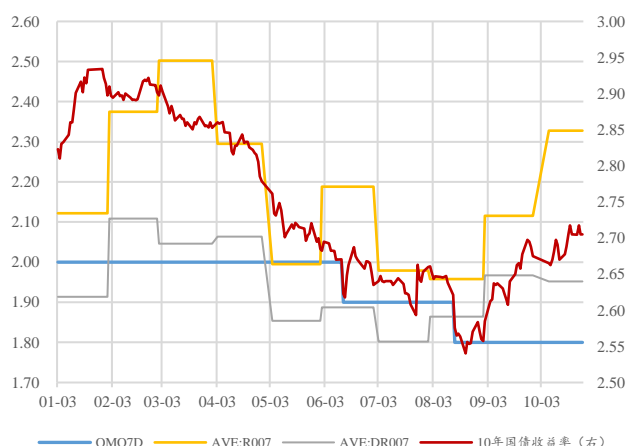
图表 2: 100 大中城市:成交土地占地面积(万平方米)



来源：IFind，中泰期货整理

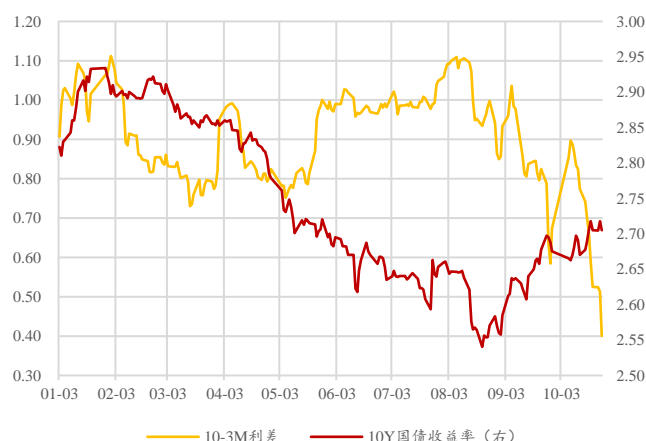
- 从债券资产的反映来看，8 月份下旬以来债市收益率明显反弹。截止 10 月下旬，10 年国债活跃券收益率从低点 2.531% 反弹最高至 2.736%，反弹幅度超过 20bp，收益率曲线呈现明显的熊平。我们认为，到目前位置债券市场的交易主线没有明显变化，主要还是交易资金面的收敛。
- 今年 2 次降息后资金利率中枢抬升。今年在 6 月、8 月份央行先后调降 OMO 10bp，但是货币市场的资金利率的中枢并没有明显的下降，而是出现了边际收敛态势。比如，6 月份调降 OMO 10bp，当月资金中枢 DR007 上行了 4 个 bp，R007 上行了 18 个 bp；8 月份调降 OMO 10bp，当月资金中枢 DR007 上行了 6 个 bp，R007 略有下行，下行了 2 个 bp；次月，DR007 较上月上行了 11bp，R007 较上月上行了 16bp；10 月份市场流动性分层更为明显，大行资金融出减少非银资金利率大幅抬升，DR007 较月下行 2bp，但 R007 上行了 21bp。

图表 3：资金中枢与 10 年国债收益率 (%)



来源：IFinD，中泰期货整理

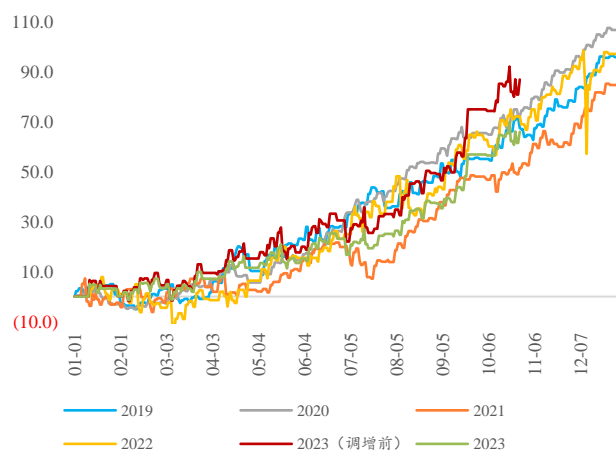
图表 4：国债收益率与曲线结构 (%)



来源：IFinD，中泰期货整理

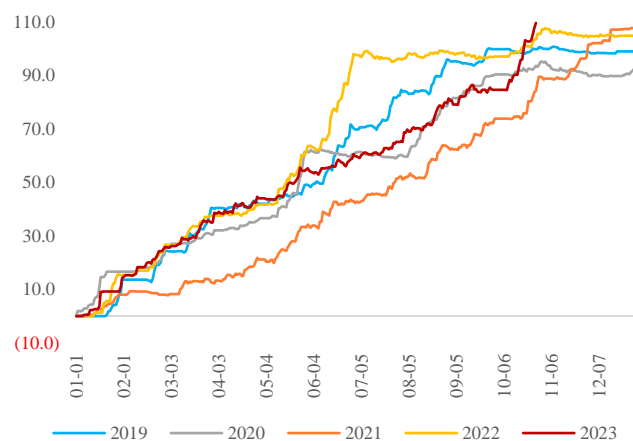
- 由于央行对于货币市场特别是 7 天调控能够实现定量精准，因此流动性的收敛可以理解成货币政策需要。我们认为，这一阶段核心原因是基于外汇贬值的压力，需要货币政策在短端流动性层面收敛。9 月 11 日全国外汇市场自律机制专题会议鲜明指出，金融管理部门有能力、有信心、有条件保持人民币汇率基本稳定，该出手时就出手，坚决对单边、顺周期行为予以纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险。此次会以后，离岸人民币汇率已经在 7.36-7.27 附近走平，这在说明货币政策在内外配合实现目标方面是有效的。
- 至于政府债发行上量提速，我们认为也是围绕以内为主兼顾外汇这一主线逻辑下，宏观政策操作层面的配合措施。因此，在统计数据上可以看到，9 月份国债净融资明显提速，10 月份地方债净融资也在显著提速。本周全国人大常委会表决通过，增发 1 万亿国债按照特别国债管理，上调全年赤字率至 3.8%，上调后不但超过 3%，也明显超过了 2020 年疫情冲击最为严重的 2020 年的赤字率 3.6%。宏观调控的政策信号鲜明。

图表 5：国债净发行进度 (%)



来源：IFinD，中泰期货整理

图表 6：地方债净发行进度 (%)



来源：IFinD，中泰期货整理

- 当前债券市场的情绪如何，是否已经转向悲观？如果单纯的看近期走势可能情绪偏弱，不过当前市场整体情绪或仍然处于过热水平。在流动性最好的 10 年这个关键期限上，收益率持续下行过程中，债券净价则持续上涨，由于流动性 10 年国开好于 10 年国债，在情绪推动下债券净价会买的更高，自然收益率被买的更低，10 年国开与国债的利差被压缩。目前 10 年国开和国债收益率利差已经压缩至 10bp 以内仅有 7bp，这已经处于 07 年以来的极值。因而从这个角度来看，尽管 8 月以来国内债券有了 20bp 调整，但是我们认为市场情绪仍然处于过热水平。

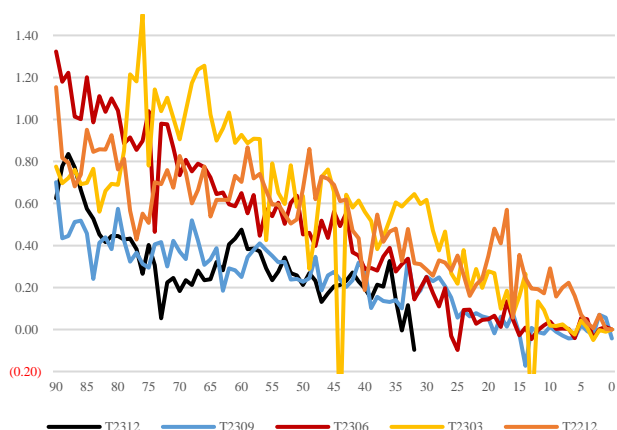
**图表 7：10 国债收益率与国开利差 (%)**



来源：IFinD，中泰期货

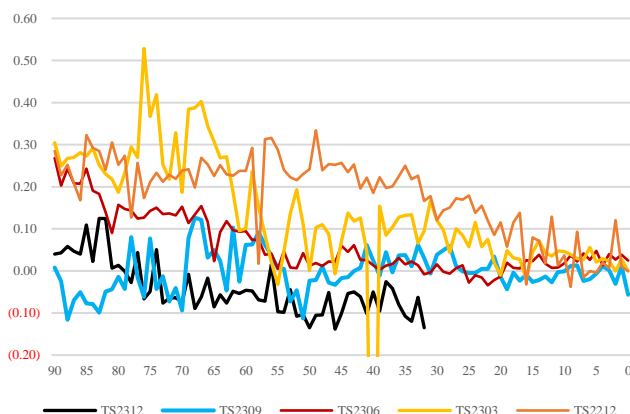
- 看到年内，债市催动的矛盾可能仍然在于资金面，而对于经济基本面市场分歧不大，预计债券交易逻辑继续偏中短期因素。当前流动性已经偏紧，大行融出减少导致了银行与非银之间流动性分层明显。10 年期国债收益率已经运行至 MLF 上方超过 20bp，处于货币宽松周期的统计上的偏高水平。由于短端利率的抬升导致国债基差当中 Carry 降低，目前国债期货的基差普遍会处于低位运行，利率债多头持有者参与国债期货套保等同于持有正基差，这对套期保值者友好。参与该策略可以应对两种未来情景。一是，经济逐步恢复收益率曲线持续上行，保护多头头寸；二是，当前偏紧的短端流动性改善后的 Carry 走升导致基差走阔。与之相对的风险是，流动性继续收敛债券收益率继续平坦化。

图表 8：10 年国债期货基差（元）



来源：IFinD，中泰期货整理

图表 9：2 年国债期货基差（元）

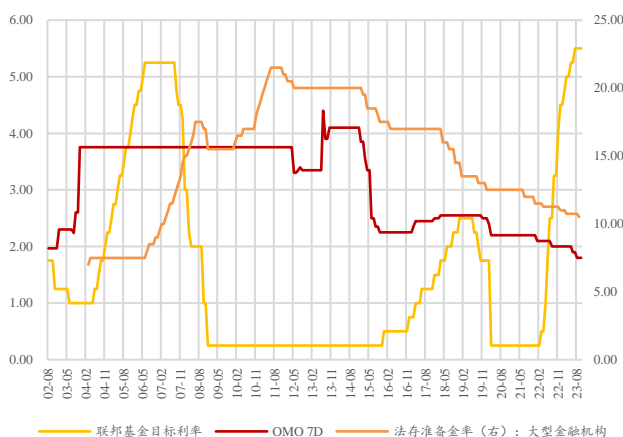


来源：IFinD，中泰期货整理

## 二、国债专题：美债收益率高位限制稳增长货币政策优先级，债券收益率下行空间被压缩

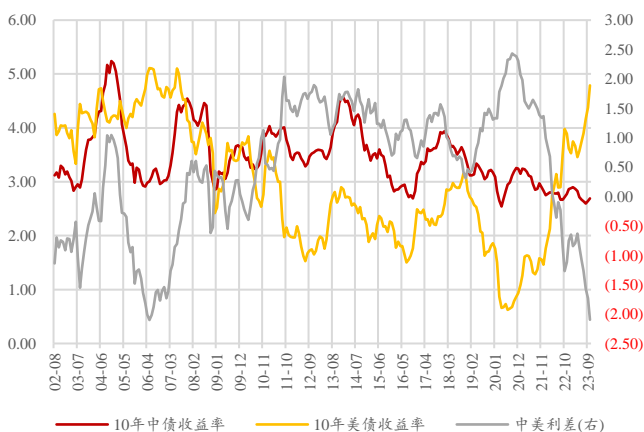
- 自去年以来美国和国内经济矛盾不同，货币政策前者大幅紧缩，国内加码货币宽松。反应在货币政策工具上，美联储隔夜目标利率上限已经上升至 5.5%，国内 OMO 7 天利率降至 1.8%，二者息差已经达到 370bp，该利差已经处于历史极值，与之对应的是 10 年国债收益率的内外深度倒挂，以及外汇的贬值压力。

图表 10：中美货币政策利率（%）



来源：IFinD，中泰期货整理

图表 11：中美债券收益率（%）



来源：IFinD，中泰期货整理

- 债券收益率研究框架中，美债收益率对国内债券收益率的影响是有弹性的。尽管债券收益率主要会受到各自国家内的经济与货币政策的影响，但美元作为全球一家独大的国际货币，其货币政策通过资本市场对其他国家也存在不同程度的影响。比如，2022 年美联储开启强势加息后，尽管国内货币政策继续保持宽松，全年进行了 2 次降息+2 次降准+1.1 万亿留底退税（类似 2 次 25bp 降准），经济偏弱，10 年债券收益率市



与年初基本持平。今年央行继续加码宽松，实施了 2 次降息+2 次降准，10 年期国债收益率活跃券收益率从 2.83%下行至目前 2.71%，仅下行 12bp，考虑到今年 MLF 调降了 25bp，对照 10 年债券收益率表现也是下不动。

- 回顾 2004-2006 年美联储加息周期我们也可以得出这一结论。同时期国内经济在 2004 年 4 季度通胀到顶点后回落，货币政策从紧缩和转向宽松，M2 同比增速 2004 年 10 月份到达 13.45%后见底回升，至 2006 年 1 月回升到 19.21%。在 2005 年 11 月中美政策倒挂后，10 年期国债收益率下行同样受阻，国内 10 债收益率在 2005 年 10 月快速下行至 2.79%，此后大幅反弹，再次回落阶段也未在突破该低点。
- 我们认为 2004-2006 年美联储加息周期和本轮美联储加息表现出来的特征有一定的共性，即中美货币政策错位导致利率倒挂后，即便是国内加码宽松但债券收益率下行空间受阻。

### 三、结论与策略

- 8 月以来债券市场交易主线没有明显变化，主要交易资金面的收敛。由于央行对于货币市场特别是 7 天的调控能够实现定量精准，因此流动性收敛可以理解为货币政策需要。政府债发行上量提速，也是围绕以内为主兼顾外汇这一主线逻辑下，宏观政策操作层面的配合措施。当前债券市场情绪并未跟随债市调整而明显降温，整体仍然处于过热水平。看到年内，债市催动的矛盾可能仍然在于资金面，而对于经济基本面市场分歧可能并不大，预计债券交易逻辑继续偏中短期因素。由于资金利率的抬升导致国债基差的 Carry 降低，目前国债期货的基差普遍会处于低位运行，利率债多头持有者参与国债期货等同于持有正基差，这对套期保值者友好。参与该策略可以应对两种未来情景。一是，经济逐步恢复收益率曲线持续上行，保护多头头寸；二是，当前偏紧的短端流动性改善后的 Carry 走升导致基差走阔。与之相对的风险是，流动性继续收敛债券收益率继续平坦化。
- 专题研究：美债收益率高位限制稳增长货币政策优先级，债券收益率下行空间被压缩
- 风险因素：人民币贬值大幅超出预期。

**免责声明：**

中泰期货股份有限公司（以下简称本公司）具有中国证券监督管理委员会批准的期货交易咨询业务资格（证监许可〔2012〕112）。本报告仅限本公司客户使用。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了本公司在最初发布该报告当日分析师的判断，是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可在不发出通知的情况下发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。

本报告的知识产权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何方式进行复制、传播、改编、销售、出版、广播或用作其他商业目的。如引用、刊发、转载，需征得本公司同意，并注明出处为中泰期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。