

对曲线形态的一些思考



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级:

国债: 震荡

报告日期:

2025 年 06 月 05 日

★曲线为何持续偏平演绎?

首先, 资金收敛可以解释 Q1 曲线走势。其次, 短债利率水平偏低、负 Carry 持续存在是曲线持续偏平演绎的核心原因。再次, 5 月下旬起, 存单提价发行也压制了短债走强。另外, 在部分时刻, TS 正套力量较强也对曲线形态产生了影响。最后, 长期来看, 货币政策原则和政策利率体系也会对导致曲线走平。

★曲线走陡动力初步上升, 只是空间仍需政策打开

此前驱动曲线走平的诸多因素正在逐渐弱化: 1) TS 正套吸引力明显下降; 2) 以资金为锚, 短债的估值已经逐渐正常化; 3) 资金面相对均衡; 4) 短期内存单扰动还可能存在, 但存单利率进一步上行的空间比较有限。需要注意的是, 短债的估值仍然不够便宜、资金利率进一步下行空间有限, 仅凭市场力量, 曲线走陡的空间相对有限。后续驱动曲线明显走陡的因素主要有二: 一是降息后资金利率中枢再度下降, 这一因素应在 Q3 出现; 二是央行重启二级市场买短卖长的操作。

★再论央行公开市场国债买卖

从调节资产负债表结构、配合财政发力、修正曲线形态等角度来看, 央行重启公开市场国债买卖有必要性。考虑到 6 月-9 月政府债供给压力不低, 且 Q3 有可能有增量财政政策, 预计央行重启公开市场国债买卖已经不远。只是需要注意, 即使央行重启公开市场国债买卖, 短端利率极端低于资金利率和政策利率的情况也不会持续很久。

★建议适度关注做陡曲线策略

曲线难以继续走平, 且做陡曲线赔率足够。当前做陡曲线可能面临着需要等待的问题, 不过后续货币政策落地概率较高, 市场也存在抢跑可能, 布局一定做陡头寸是较为合适的。

★风险提示:

资金面超预期收敛、货币政策预期落空。

张粲东

宏观策略分析师

从业资格号:

F3085356

投资咨询号:

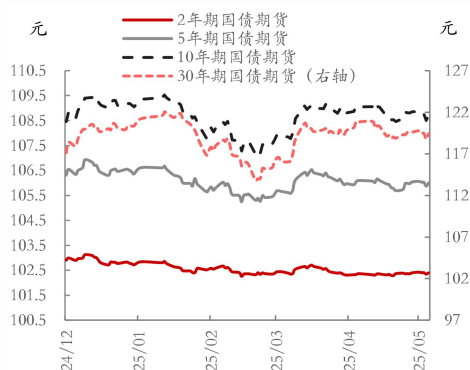
Z0018866

Tel:

63325888-1610

Email:

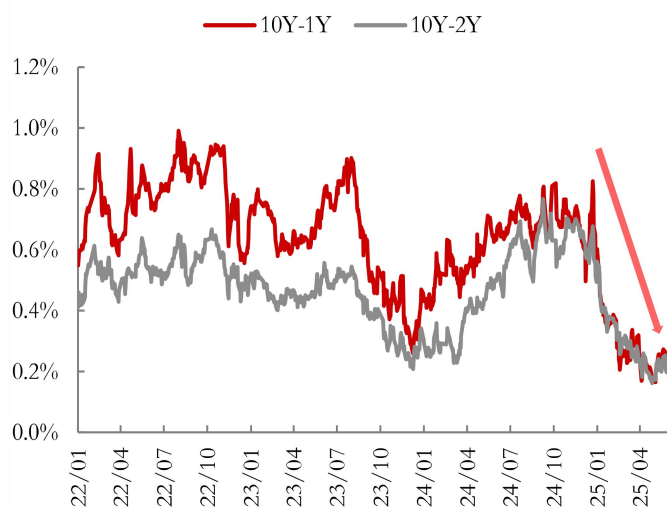
candong.zhang@orientfutures.com



1、曲线为何持续偏平演绎？

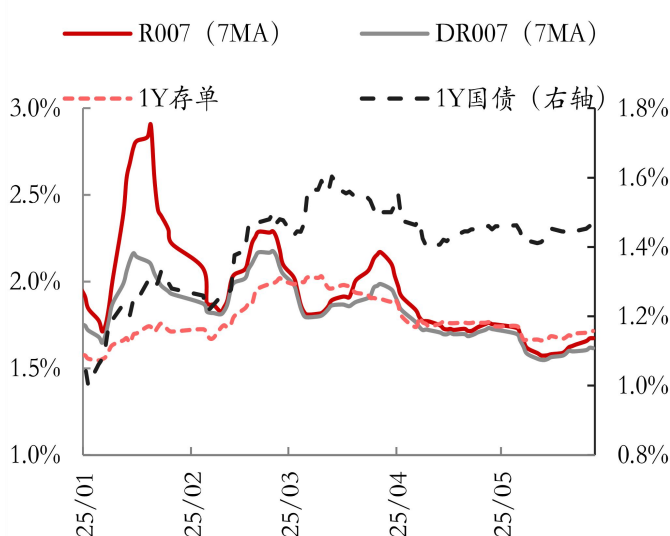
年初至今，国债期限利差整体压缩，10Y-1Y 利差由 1 月 2 日的 56BP 震荡收窄至 6 月 3 日的 21BP。当前收益率曲线已经极度平坦，现货、期货各个期限的利差历史分位数均已极低。

图表 1：年初至今收益率曲线震荡走平



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 2：年初至 3 月末，资金收敛、短债调整，但 4 月后短端国债走势与资金、存单分化



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 3：期限利差历史分位数普遍较低 (06.03)

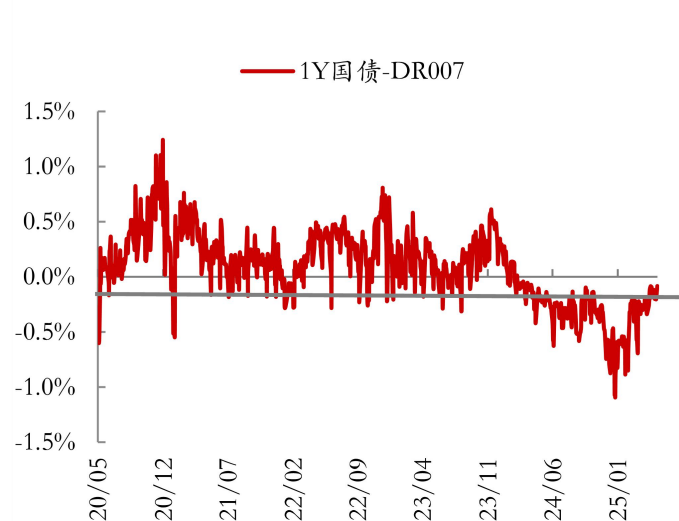
| 利差分位数 | 国债现货 | 期货 | 起始日期 |
|--------|-------|-------|------------|
| 7Y-2Y | 3.6% | 4.1% | 2023.08.01 |
| 7Y-5Y | 1.8% | 10.0% | 2023.08.01 |
| 5Y-2Y | 2.0% | 1.7% | 2020.01.01 |
| 30Y-7Y | 28.7% | 48.4% | 2023.08.01 |
| 30Y-2Y | 2.9% | 4.3% | 2023.04.21 |
| 10Y-7Y | 74.9% | -- | 2020.01.01 |

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

资金面只能解释年初至 3 月下旬的曲线走势。彼时由于稳汇率、防空转压力较大，资金面边际收敛，这直接导致短债利率上行、曲线走平。10Y-1Y 利差由 1 月 2 日的 56BP 收窄至 3 月 31 日的 32BP。4 月起，央行货币政策态度逐渐转松，资金利率开始震荡下行，存单也明显走强，但短端国债利率下行的幅度明显偏小，曲线偏平震荡，资金面并不能解释此时曲线的走势。

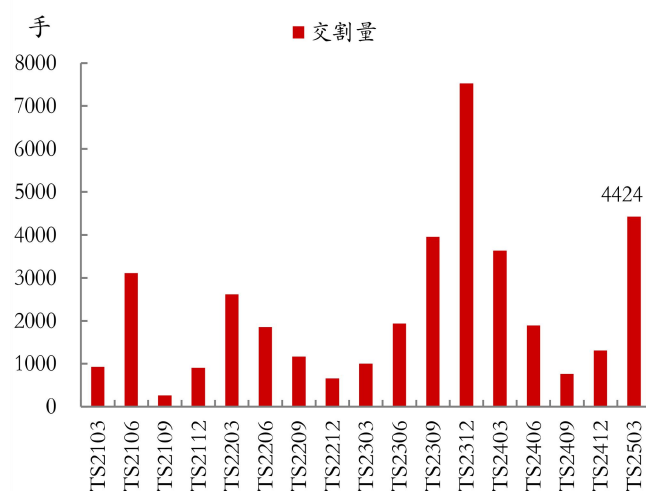
短债利率水平偏低、负 Carry 持续存在是曲线持续偏平演绎的核心原因。去年下半年，非银资金面相对充裕，市场做多短债意愿本就较强，央行开启二级市场上买短卖长的操作进一步打开了短债利率下行的空间。截止今年初，短债处于深度负 Carry 状态，短债和资金利差明显低于过去几年最低值。央行1月暂停国债买卖操作后，短债估值修复的必要性明显上升了，这也导致了曲线走平，即使4月起资金面开始转松，但短债和资金的利差依然略低于过去几年的低点，短债的估值修复并未完成。对于机构而言，负 Carry 的短债明显缺乏吸引力，做多会优先选择有票息保护、基本面逻辑更为顺畅的长债，因此曲线持续难以走陡。

图表 4：去年末至今年初，短债和资金利差明显偏低



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 5：TS2503 交割数量较多，正套者众



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

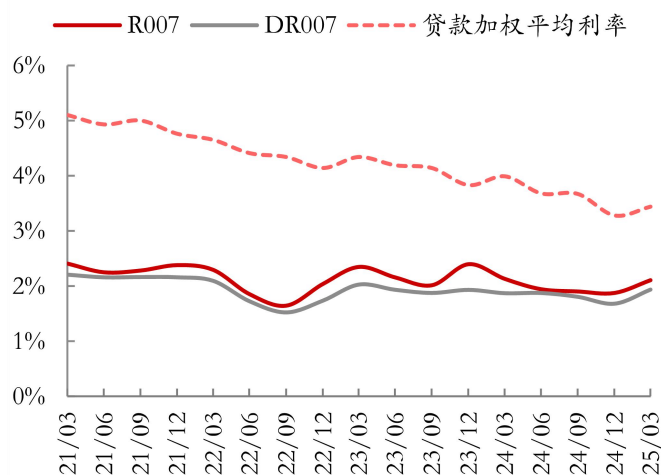
5月下旬起，存单提价发行也压制了短债走强。大行下调存款利率后，存款搬家现象再度出现，叠加半年末负债存在季节性压力，银行开始提价发行存单，市场做多短债的情绪受到压制，曲线难以走陡。

另外，在部分时刻，TS 正套力量较强也对曲线形态产生了影响。年初至今，资金利率虽然逐渐下行，但短端品种负 Carry 的问题始终存在，TS 持续升水，正套机会持续存在。TS2503 合约的交割量不低，彼时正套力量就较强，而在4月后，随着资金面转松，正套力量进一步上升。但值得注意的是，在4月中上旬，TS 基差以及净基差小幅下降，这说明市场的多头力量仍然略强于以正套策略为代表的空头。在4月下旬后，TS 基差逐渐上升，空头力量开始占上风，大量的正套头寸使得TS表现整体偏弱，而期货市场的走势也会对现券产生影响，曲线因而难以走陡。

长期来看，货币政策原则和政策利率体系也会对导致曲线走平。近几年由于监管机构较为关注降低社会综合融资成本这一目标，长端贷款利率牵引着长端国债利率大幅下行。但由于缩减原则，短端政策利率下降幅度相对偏低，这就导致了短端的货币市场

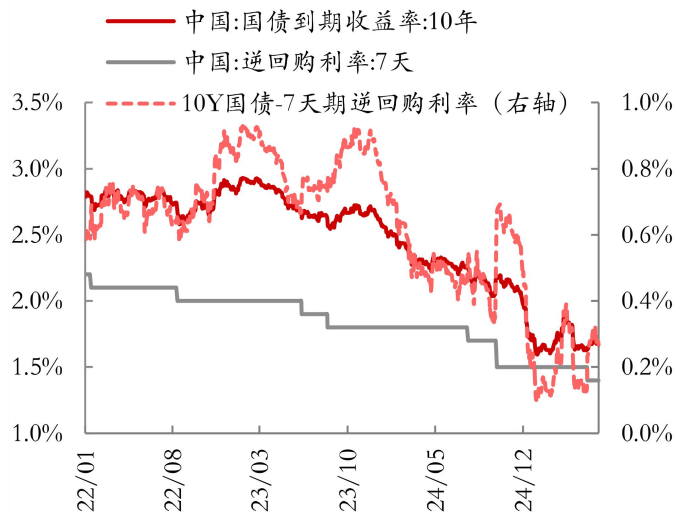
利率和国债利率下行幅度相对有限，曲线形态偏平。另外，2024 年之前，MLF 是中期的政策利率，其对于长端国债利率的引导是比较明显的，但随着 MLF 逐渐淡出政策利率体系，长端国债利率下行的约束就减少了，于是长端国债利率与短端政策利率的利差也快速压缩。

图表6：贷款利率下行幅度明显超过资金利率



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表7：去年起10Y国债和政策利率利差不断被压缩



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

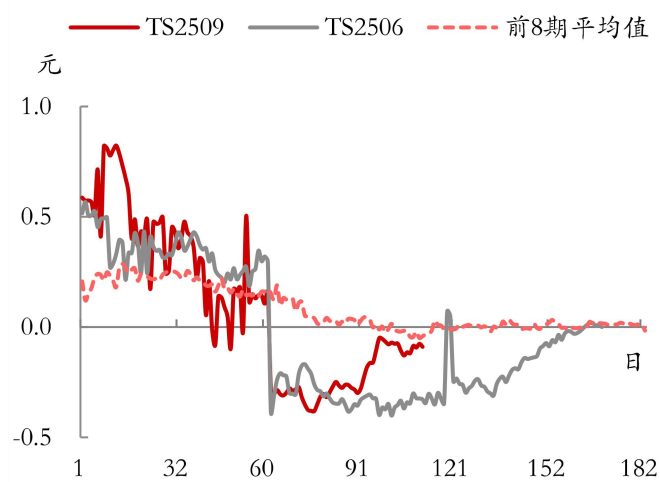
2、曲线走陡动力初步上升，只是空间仍需政策打开

此前一些导致曲线走平的因素已经开始发生变化，曲线正在积累走陡的动力，只是大幅走陡仍需更加明显的驱动。

一者，TS 基差已经基本回到季节性平均水平附近，正套机会明显下降，且后续再度出现明显正套策略机会的概率也比较低。5月降息后，资金利率中枢下台阶，TS 基差逐渐上升，当前09 合约基差水平已经基本符合季节性表现，IRR 也降至1.8%附近，正套策略吸引力明显下降，期货策略对于曲线的影响明显弱化。由于国债期货流动性较好，历史上出现稳定正套机会的次数不多。2020 年以来，仅有2020 年末、2023 年末和今年上半年有一定的正套机会，在这些时段内，资金面都是逐渐转紧的。展望未来，货币政策态度已经转松，资金面应维持在均衡略偏松的状态上，历史经验显示这样的环境下不易出现正套机会，机构大规模做空 TS 的动力也不会强。

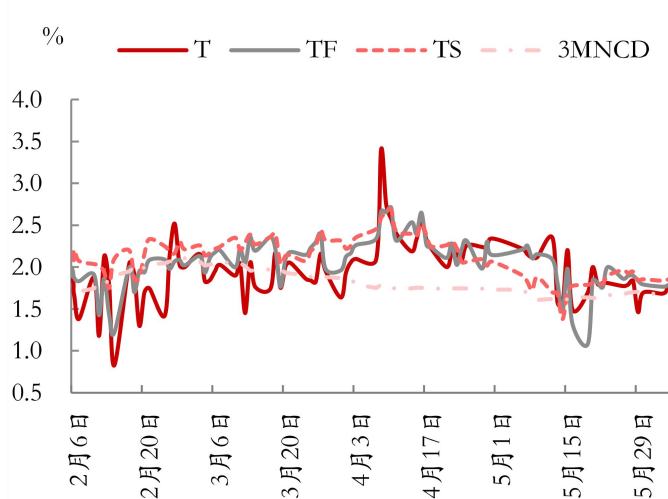
二者，以资金为锚，短债的估值已经逐渐正常化。经过了接近半年的调整，1Y 国债和 DR007 的利差基本回到了去年年中附近，这也意味着短债基本回吐出了央行买短债所带来的涨幅。从短债估值来看，曲线进一步走平动力不足，已经初步具备了走陡基础。只是也要看到，1Y 国债和 DR007 利差仍然处于过去几年的低点，若无明显驱动，短债直接明显下行并带动曲线大幅走陡的动力也是不足的。

图表8: TS基差正在回归季节性平均水平



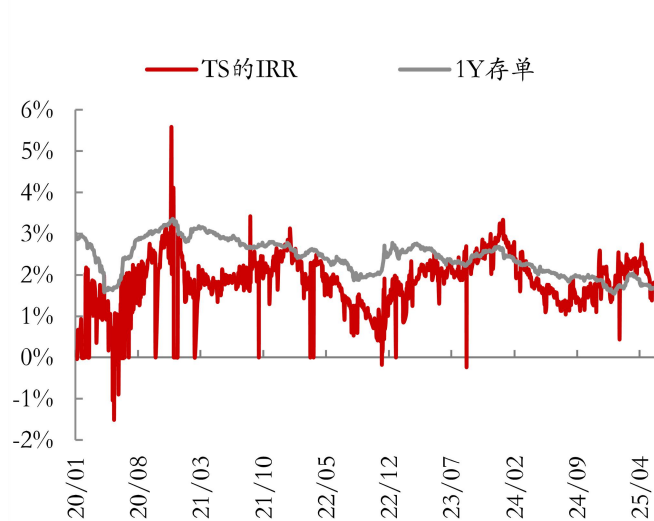
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表9: TS正套机会明显下降



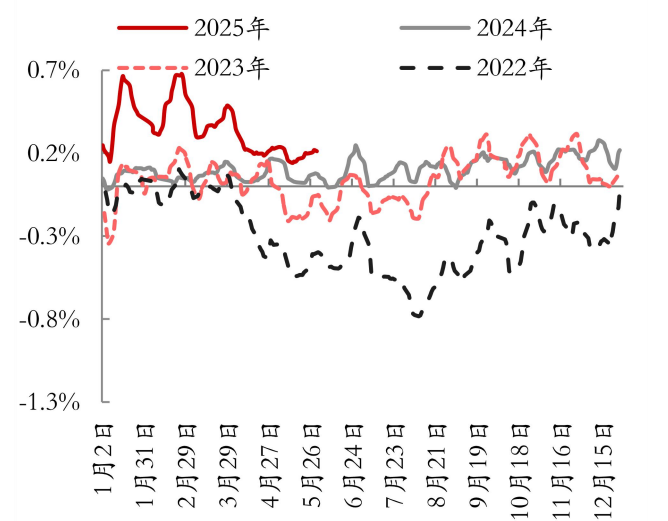
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表10: 历史上TS正套机会不多



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表11: DR007-政策利率利差进一步压缩空间不大



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

三者, 资金面虽然均衡, 只是下次降息前资金利率明显下行的动力也不足。2023 年下半年起, 央行对于短端利率的调控能力有所上升, 政策利率开始逐渐成为 DR007 等资金利率的下限。近期资金面逐渐转松, 曲线走陡的动力正在积累, 只是也要看到, DR007-政策利率的利差已经不高, 资金利率继续下行空间应不足 10BP, 因此资金面的变化也难以驱动曲线大幅走陡。

四者, 短期内存单扰动还可能存在, 但存单利率进一步上行的空间比较有限, 短债对

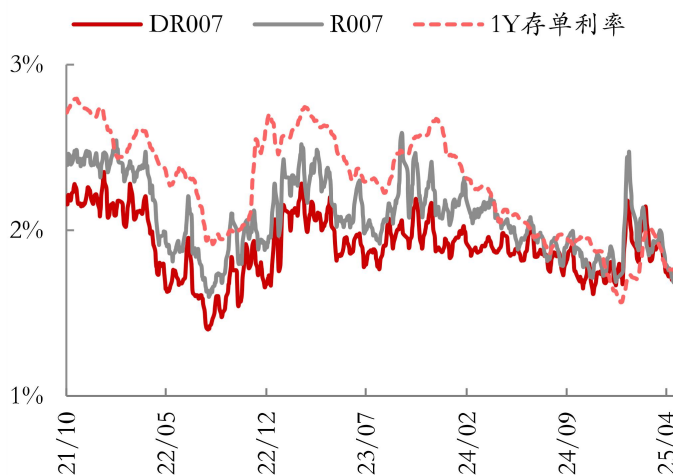
于存单扰动的反应会逐渐钝化。存单提价是短期的扰动：首先，存款搬家后，理财等非银机构也有买存单的需求。去年禁止存款手工补息政策也导致了存款搬家，彼时存单利率上行时长约1个月，且距离政策落地时间越远，存单利率上行动力越弱。简单类比，本轮存款搬家对存单的负面影响或在6月中旬后边际递减。其次，外需承压背景下信贷需求难以持续好转，银行并不缺乏长期负债。最后，资金面会维持在均衡偏松的状态上。和存款等利率相比，当前存单利率水平已经偏高，预计后续存单利率进一步上行空间有限。

图表 12: 手工补息被禁后，存单连续 1 月震荡上行

图表 13: 资金面不收紧，存单利率很难持续上行



资料来源：Wind，东证衍生品研究院



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

综合来看，前期偏平因素已经逐渐弱化，但仅凭市场自发力量，曲线走陡空间应有限。后续驱动曲线明显走陡的因素主要有二：一是降息后资金利率中枢再度下降，这一因素应在Q3出现；二是央行重启二级市场买短卖长的操作，市场已经开始期待这一政策落地。

3、再论央行公开市场国债买卖

近期大行开始持续买入短债，中证报文章也称央行国债买卖操作有望适时重启，市场开始期待央行重启这一操作。

央行重启公开市场国债买卖的确有必要性。首先，货币、信用重塑的大格局下，我国货币发行方式有必要逐渐转为主权信用模式，国债成为人民币的锚。其次，财政对于税收的依赖性下降，进行逆周期、跨周期调节的空间将会被打开。再次，央行重启公开市场国债买卖也会提升国债流动性，收益率曲线定价更为完善。事实上央行也可以通过这一工具向市场传递修正曲线形态的信号。最后，央行净买入债券也能够起到投

放流动性的作用，这也能够提升货币配合财政的效果。

图表 14：近期大行开始在二级市场买短卖长（上周数据）

| 机构类型 | 总计 | ≤1Y | 1-3Y | 3-5Y | 5-7Y | 7-10Y | >10Y |
|--------------|---------|---------|---------|--------|--------|---------|---------|
| 证券公司 | 535.57 | 8.34 | 183.31 | 29.36 | -24.34 | 113.67 | 225.23 |
| 保险公司 | 330.12 | -3.01 | 41.35 | 33.68 | 11.2 | 68.25 | 178.65 |
| 其他 | 95.85 | -23.82 | -47.9 | 16.58 | 0.99 | 105.27 | 44.73 |
| 外资银行 | 91.1 | 96.65 | 31.22 | -7 | -1.17 | -16.52 | -12.08 |
| 其他产品类 | 80.77 | -3.48 | 4.46 | -15.46 | 3.85 | 62.04 | 29.36 |
| 基金公司及产品 | 48.67 | 11.86 | 23.45 | -20.83 | -38.96 | 33.31 | 39.84 |
| 理财子公司及理财类产品 | 35.21 | 4.39 | 4.2 | 2.45 | -0.21 | 10.38 | 14 |
| 货币市场基金 | 7.55 | 7.55 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 大型商业银行/政策性银行 | -68.58 | 20.14 | 180.96 | 4.93 | 62.42 | -69.25 | -267.78 |
| 农村金融机构 | -246.82 | 45.98 | -135.53 | -69.29 | -29.06 | -126.12 | 67.2 |
| 股份制商业银行 | -348.15 | -128.58 | -159.97 | 55.64 | 45.36 | 45.93 | -206.53 |
| 城市商业银行 | -561.22 | -36 | -125.57 | -30.03 | -30.08 | -226.93 | -112.61 |

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

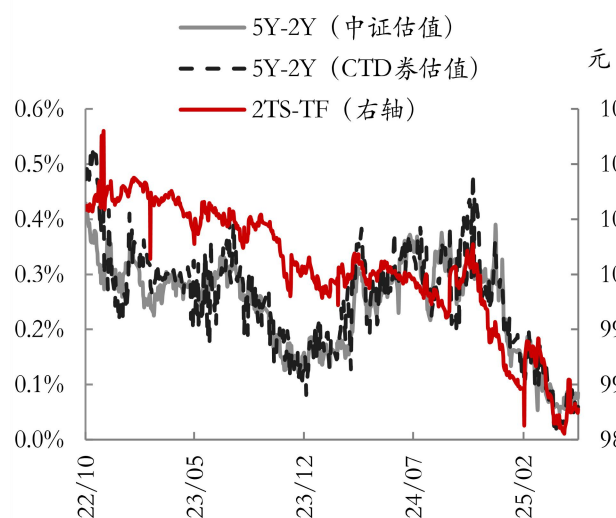
央行 Q2 末至 Q3 重启公开市场国债买卖的概率较高。一是政府债净融资压力相对较高。6 月政府债净融资额度应在 0.9-1.0 万亿之间，略低于 5 月，但和往年同期对比来看依然不低。历史经验显示 Q3 政府债净融资压力往往也较高。二是根据历史经验，8-9 月往往会出台增量的政策。今年 Q3 外需压力逐渐凸显，国内政策有必要发力稳增长，而货币当局也有必要提供较为宽松的流动性环境。

需要注意的是，即使央行重启公开市场国债买卖，短端利率极端低于资金利率和政策利率的情况也不会持续很久。我国正在转向价格为主的货币调控模式，央行通过控制政策利率来影响资金利率和短债利率，收益率曲线并不是最主要的操作目标。政策利率是资金和短债利率的锚，但由于央行买短卖长操作向市场释放了曲线走陡的信号，极端的市場情绪能够将短债利率压到明显低于政策利率和资金利率的水平，这在短期削弱了政策利率的信号意义。预计后续监管部门也会防止债券市场情绪明显升温，尽可能提升利率的传导效率。

4、建议适度关注做陡曲线策略

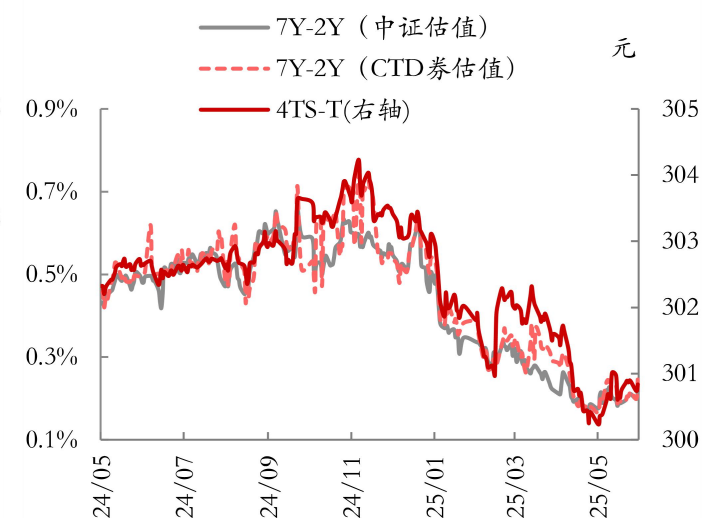
建议适度关注做陡曲线策略。一者，期限利差分位数极低，做陡曲线赔率较高。二者，此前驱动曲线走平的诸多因素正在逐渐弱化：1) TS 正套吸引力明显下降；2) 以资金为锚，短债的估值已经逐渐正常化；3) 资金面相对均衡；4) 短期内存单扰动还可能存 在，但存单利率进一步上行的空间比较有限，短债对于存单扰动的反应会逐渐钝化。当前做陡曲线可能面临着需要等待的问题，因为仅凭市场力量，曲线走陡的空间相对有限，不过 Q2 末-Q3 降息、央行重启公开市场国债买卖等政策落地概率较大，市场也存在抢跑可能，布局一定头寸博弈曲线走陡是较为合适的。

图表 15: 5Y-2Yvs2TS-TF



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 16: 7Y-2Yvs4TS-T



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

5、风险提示

资金面超预期收敛，货币政策预期落空。

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