



研究院 FICC 组

研究员

孙玉龙

☎ 0755-23887993

✉ sunyulong@htfc.com

从业资格号: F3083038

投资咨询号: Z0016257

蔡劭立

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

我们对期债维持中性观点，稳增长决心并未动摇，后疫情时代下，经济回升的内生动力较足，复苏强度很可能大超市场预期，这是债市投资者不应过度乐观的主要原因，建议对期债维持中性态度。

核心观点

利率市场，主要期限国债利率 1y、3y、5y、7y 和 10y 分别为 2.24%、2.52%、2.69%、2.82%和 2.86%，主要期限国债利差 10y-1y、10y-3y、10y-5y、7y-1y 和 7y-3y 分别为 62bp、34bp、17bp、58bp 和 31bp，国债利率下行为主，国债利差总体扩大。主要期限国开债利率 1y、3y、5y、7y 和 10y 分别为 2.46%、2.69%、2.82%、3.02%和 3.01%，主要期限国开债利差 10y-1y、10y-3y、10y-5y、7y-1y 和 7y-3y 分别为 56bp、32bp、19bp、56bp 和 33bp，国开债利率下行为主，国开债利差总体扩大。

资金市场，主要期限回购利率 1d、7d、14d、21d 和 1m 分别为 1.63%、2.21%、3.01%、3.13%和 2.76%，主要期限回购利差 1m-1d、1m-7d、1m-14d、21d-1d 和 21d-7d 分别为 114bp、56bp、-25bp、150bp 和 92bp，回购利率下行为主，回购利差总体扩大。主要期限拆借利率 1d、7d、14d、1m 和 3m 分别为 1.56%、1.94%、2.49%、2.4%和 2.48%，主要期限拆借利差 3m-1d、3m-7d、3m-14d、1m-1d 和 1m-7d 分别为 92bp、54bp、-1bp、84bp 和 46bp，拆借利率下行为主，拆借利差总体扩大。

期债市场，TS、TF 和 T 主力合约的日涨跌幅分别为 0.0%、-0.02%和-0.06%，期债下跌为主；4TS-T、2TF-T 和 3TF-TS-T 的日涨跌幅分别为 0.05 元、0.03 元和 0.01 元，期货隐含利差扩大；TS、TF 和 T 主力合约的净基差均值分别为 0.0568 元、0.2071 元和 0.4695 元，净基差多为正。

■ 重点指标

从狭义流动性角度看，资金利率下行，货币净投放减少，反映流动性趋松的背景下，央行收紧货币。从广义流动性角度看，最新的融资指标多数上行，信用边际转松。从持仓角度看，前 5 大席位净多持仓倾向下行，反映期债的做多力量在减弱。从债市杠杆角度看，债市杠杆率上升，做多现券的力量在增强。从债对股的性价比角度看，债对股的性价比提升。

■ 策略建议

昨日，期债震荡走弱，降准信号释放后，利率曲线陡峭化特征明显，TS 合约持续表现强于 T。

政策方面，进入 3 月下旬，资金面边际收紧，央行重返净投放状态；2 月加量续作 MLF，净投放 2810 亿；且央行超预期降准 0.25%，约释放 5000 亿流动性，总体而言，货币政策保持稳健偏松的基调。我们认为，当前央行操作更加重视量而非价，故降息难以出现，原因在于，政策利率向贷款利率的传导机制基本打通，贷款利率持续下行表明前期宽松货币政策已取得应有效果，目前地产销售企稳缓慢，未来政府加杠杆仍是社融企稳的核心。

数据方面，1-2 月工业增加值同比增 2.4%，社零由降转增，房地产开发和销售现拐点，失业率持平前值，经济呈现明显回暖之势。2 月新增社融 3.16 万亿，同比多增 1.94 万亿，存量增速上升 0.5%至 9.9%，明显超出市场预期，居民中长期贷款首次迎来同比多增。1-2 月按美元计出口同比-6.8%，略高于市场预期的-8.3%，进口同比-10.2%，出口仍显现一定韧性。2 月 CPI 同比 1%，预期 1.9%，前值 2.1%，猪价仍是通胀下行的主要拖累项。总体而言，国内信用环境边际改善，信用扩张之势有望延续。

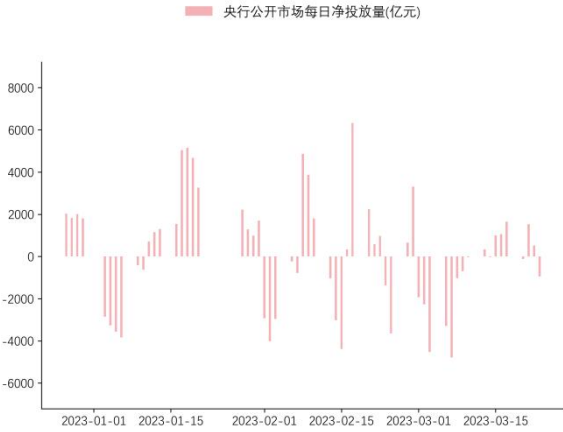
海外方面，不惧银行业冲击，英国央行如期加息 25bp。美联储加息接近尾声，关注高利率的持续影响和联储政策的风险对冲。3 月美联储继续加息“25BP”至 4.75-5.0%，但对加息展望的表述从“持续加息”改为“额外紧缩”，预示着加息接近尾声。在这一阶段，宏观环境将继续处在利率紧缩带来的累计影响上——经济增长的放缓和金融风险的上升。为实现货币政策的目标，维系美联储的货币信用，前方需求的回落是必然的，对于商品需求的展望维持负面。

我们对期债维持中性观点，降准继续彰显稳增长决心，经济回升的内生动力较足，复苏强度很可能持续超市场预期，这是债市投资者不应过度乐观的主要原因；其次，历次降准后，无论是否超预期，利率几乎都表现为先下后上，主逻辑在于利好兑现，考虑前期利率已下行一定幅度，我们建议对期债仍然维持中性态度。

■ 风险

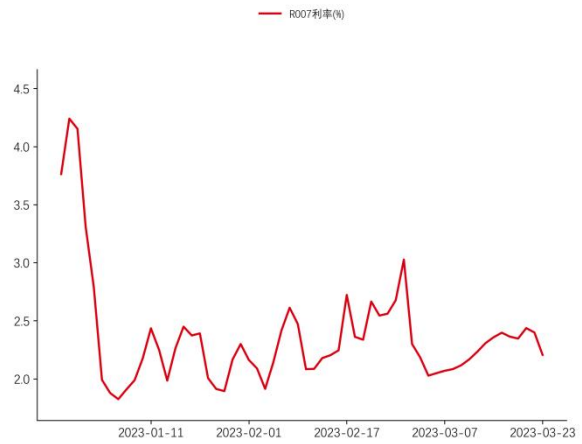
宽信用力度超预期；流动性收紧。

图 1：央行公开市场净投放量



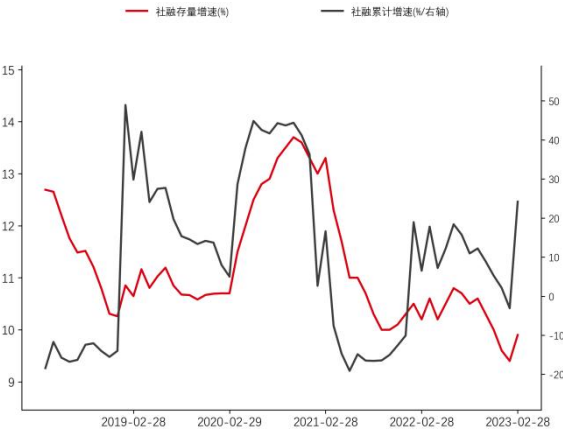
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2：R007 利率



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 3：社融增速



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 4：BCI 企业融资指数



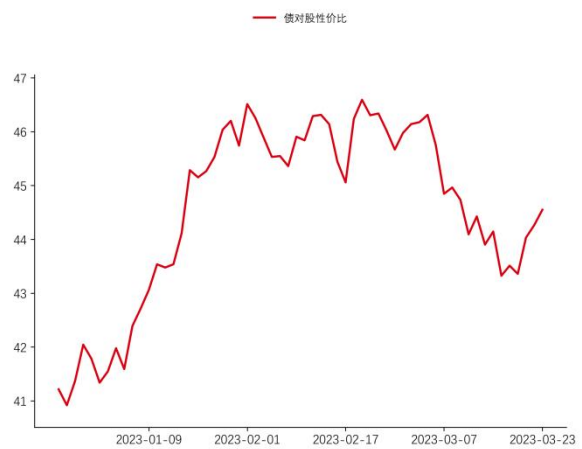
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 5：债市杠杆率



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 6：债对股的性价比



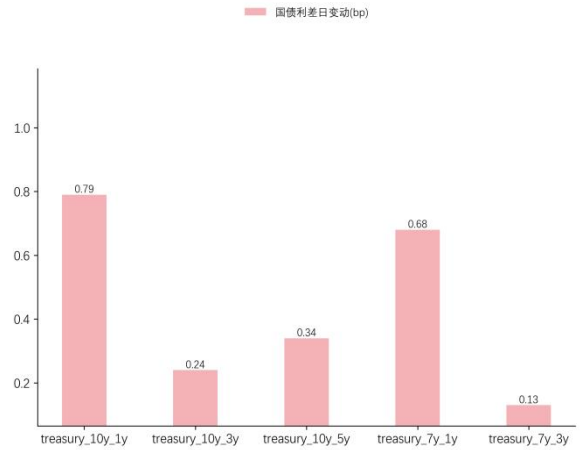
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 7：国债利率日变动



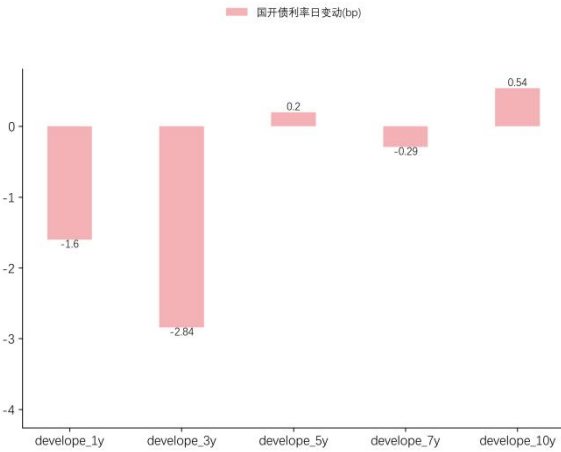
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 8：国债利差日变动



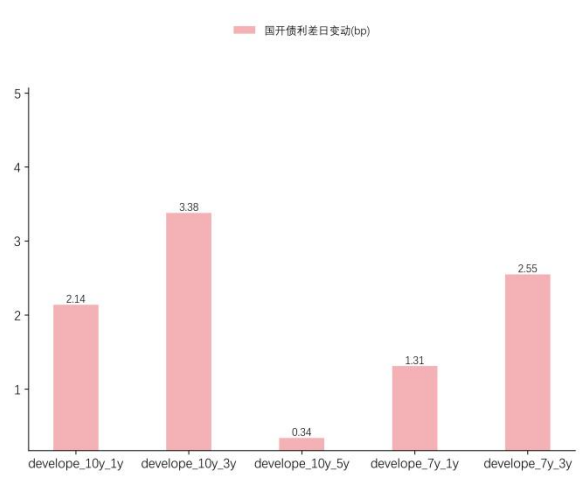
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 9：国开债利率日变动



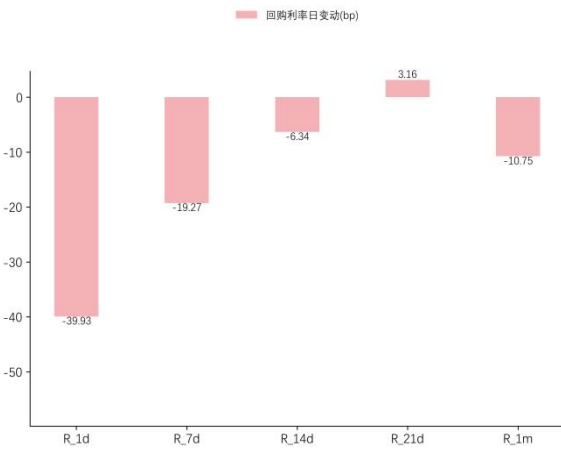
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 10：国开债利差日变动



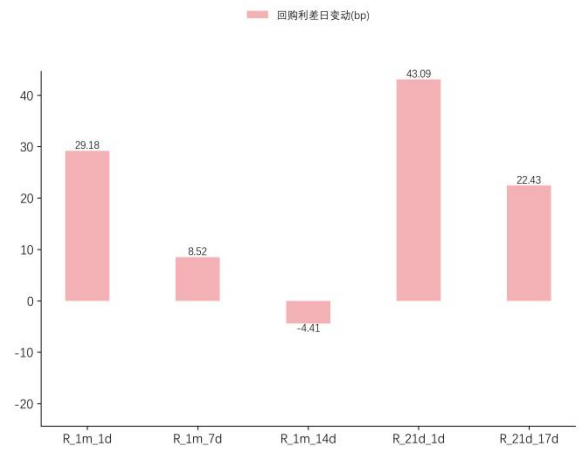
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 11：回购利率日变动



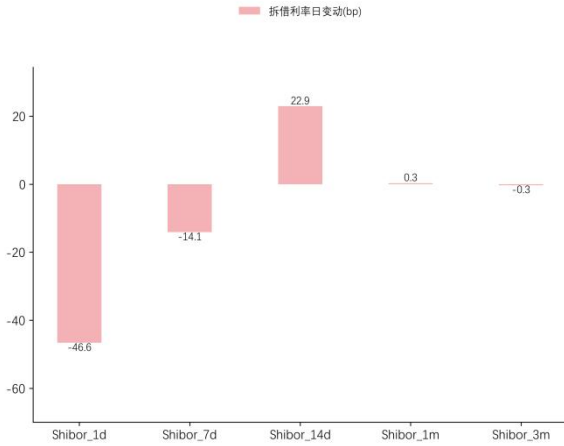
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 12：回购利差日变动



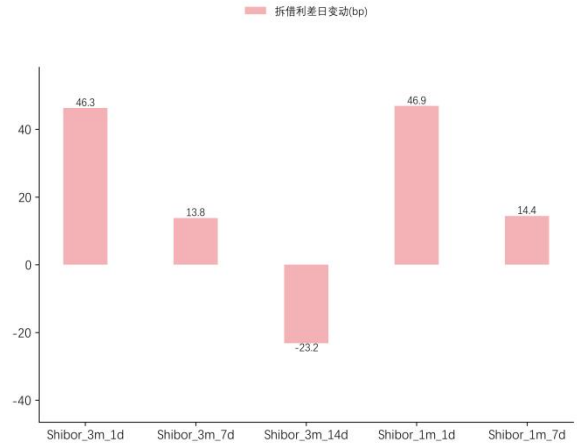
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 13: 拆借利率日变动



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 14: 拆借利差日变动



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 15: 近 60 个交易日主连合约价格



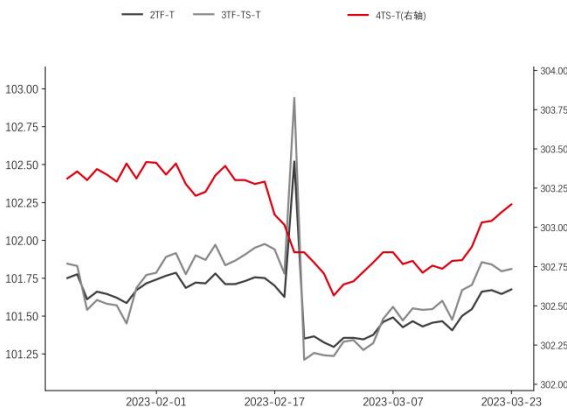
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 16: 近 60 个交易日近月合约价格



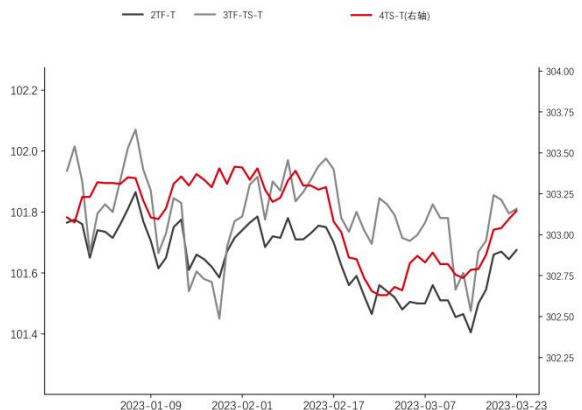
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 17: 近 60 个交易日主连合约的跨品种价差



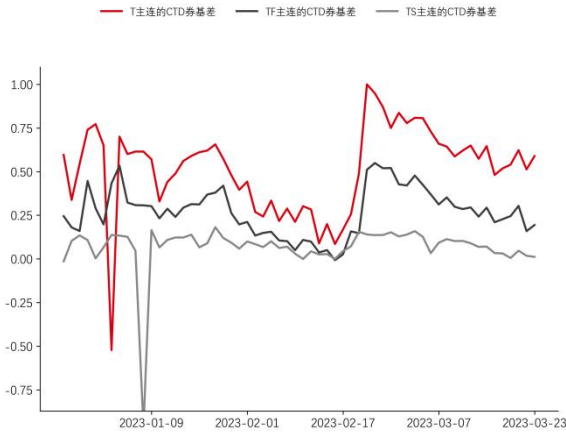
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 18: 近 60 个交易日近月合约的跨品种价差



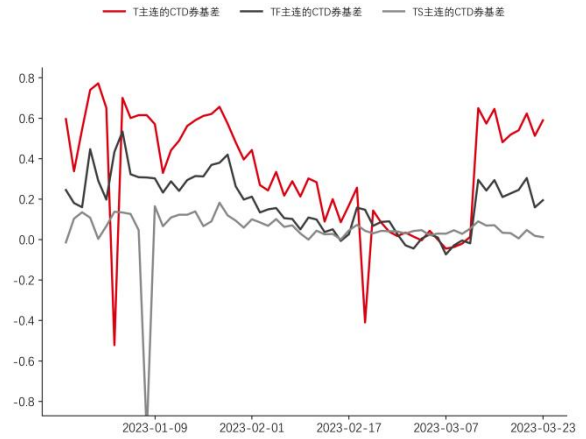
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 19: 近 60 个交易日主连的 CTD 券基差



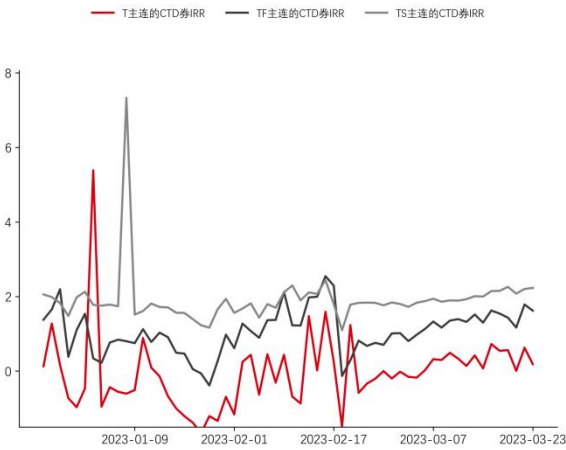
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 20: 近 60 个交易日近月的 CTD 券基差



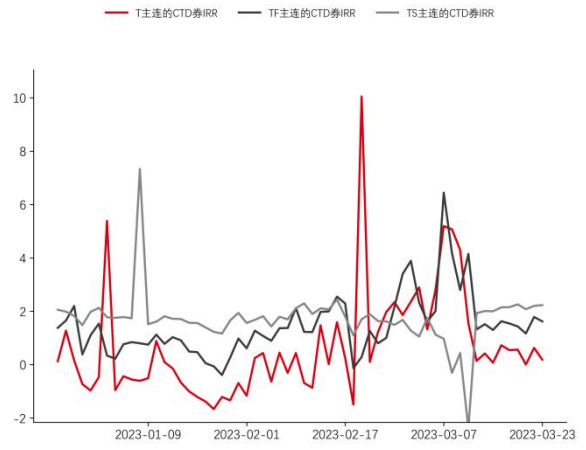
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 21: 近 60 个交易日主连的 CTD 券 IRR



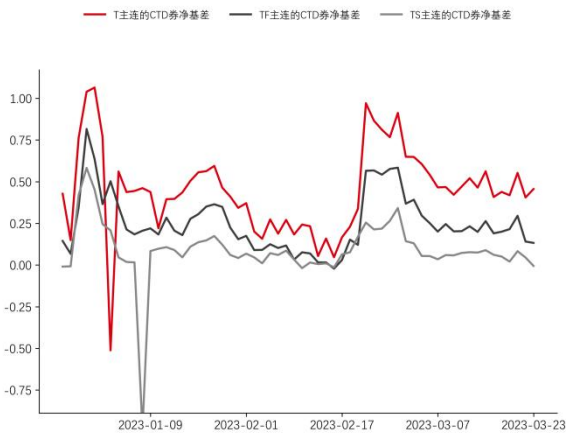
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 22: 近 60 个交易日近月的 CTD 券 IRR



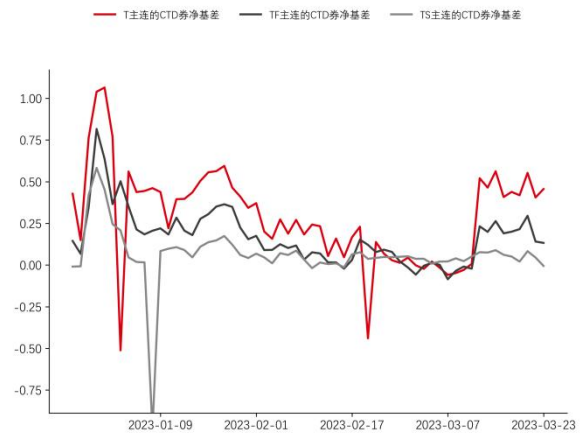
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 23: 近 60 个交易日主连的 CTD 券净基差



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 24: 近 60 个交易日近月的 CTD 券净基差



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 25: T 主连合约价格与前 5 大净持仓



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 26: TF 主连合约价格与前 5 大净持仓



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 27: TS 主连合约价格与前 5 大净持仓



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 28: 4TS-T 与前 5 大净持仓之差: TS-T



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 29: 2TF-T 与前 5 大净持仓之差: TF-T



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 30: T 跨期价差与前 5 大净持仓之差: T 当季-次季



数据来源: Wind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com