



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

我们对期债持中性偏空观点，当前利率已调整至接近疫情前的水平，后市需警惕加杠杆行为引发流动性边际收敛或强劲的基本面重新主导市场逻辑情形下期债调整的风险，机会弱于风险，建议持有 T2309 合约的空头头寸进行卖出套保。

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 1.98%、2.24%、2.43%、2.65%和 2.68%，主要期限国债利差 10y-1y、10y-3y、10y-5y、7y-1y 和 7y-3y 分别为 70bp、45bp、25bp、67bp 和 41bp，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 2.09%、2.45%、2.59%、2.81%和 2.84%，主要期限国开债利差 10y-1y、10y-3y、10y-5y、7y-1y 和 7y-3y 分别为 74bp、39bp、25bp、72bp 和 36bp，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 1.85%、1.93%、2.15%、1.89%和 1.96%，主要期限回购利差 1m-1d、1m-7d、1m-14d、21d-1d 和 21d-7d 分别为 11bp、3bp、-19bp、4bp 和 -4bp，回购利率下行为主，回购利差总体收窄。主要期限拆借利率 1d、7d、14d、1m 和 3m 分别为 1.74%、1.85%、1.86%、2.08%和 2.21%，主要期限拆借利差 3m-1d、3m-7d、3m-14d、1m-1d 和 1m-7d 分别为 47bp、36bp、35bp、34bp 和 24bp，拆借利率下行为主，拆借利差总体扩大。

期债市场，TS、TF、T 和 TL 主力合约的日涨跌幅分别为 0.05%、0.11%、0.16%和 0.21%，期债上涨为主；4TS-T、2TF-T 和 3TF-TS-T 的日涨跌幅分别为-0.01 元、0.01 元和 0.05 元，期货隐含利差分化；TS、TF 和 T 主力合约的净基差均值分别为-0.0156 元、0.0771 元和 0.1253 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下行，信用边际转紧。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，债对股的性价比降低。

■ 策略建议

昨日，期债延续上涨，5月财新制造业 PMI 好于预期并未对市场造成明显冲击，经济形势未明朗之际，多头情绪仍强。

政策方面，资金面整体宽松，5月超量续作 250 亿 MLF，连续六个月小幅超量续作彰显央行偏宽松的货币政策基调，但 MLF 利率未如期调降；5月 LPR 利率继续按兵不动。我们认为，当前央行操作更加重视量而非价，MLF 下调必要性不高。当前货币政策略显克制，近期人民币持续贬值或是主因。

数据方面，国内 4 月官方制造业 PMI 为 49.2%，较前月明显下行 2.7%。4 月工业增加值同比 5.6%，低于市场预期的 9.7%，环比为 202 年 3 月以来最大跌幅；4 月社零增长 18.4%，低于预期的 20.2%；4 月固投同比 3.6%，较 3 月亦放缓。总体而言，经济环比增速放缓，复苏遭遇阻碍，表现在人民币汇率上，汇率再度跌破 7，未来有待稳增长政策的进一步支持。

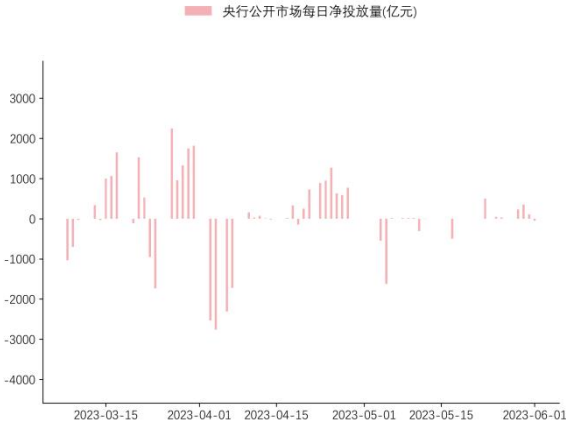
海外方面，美国 5 月 ADP 就业新增 27.8 万人，远超市场预期；一季度 GDP 上修至 1.3%，核心 PCE 环比超预期上修至 5%，交易员重新押注美联储继续加息。债务上限接近达成协议，谈判过程有惊无险符合预期。4 月美国 CPI 同比 4.9%，低于预期的 5%；失业率环比下降 0.1 个百分点至 3.4%；非农业部门新增就业人数为 25.3 万，显著高于市场预期。6 月加息预期再度升温，对于美债利率而言，已对年内暂停加息的预期计价充分，短期由于就业韧性仍存反弹压力。

我们对期债持中性偏空观点，当前利率已调整至接近疫情前的水平，后市需警惕加杠杆行为引发流动性边际收敛或强劲的基本面重新主导市场逻辑情形下期债调整的风险，机会弱于风险，建议持有 T2309 合约的空头头寸进行卖出套保。

■ 风险

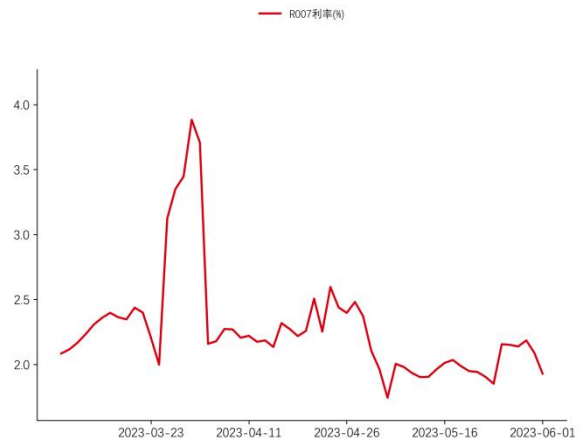
宽信用力度超预期；流动性收紧。

图 1：央行公开市场净投放量



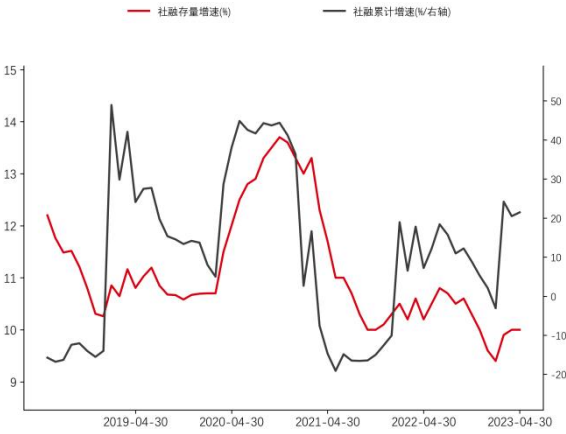
数据来源：Wind 华泰期货研究院

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



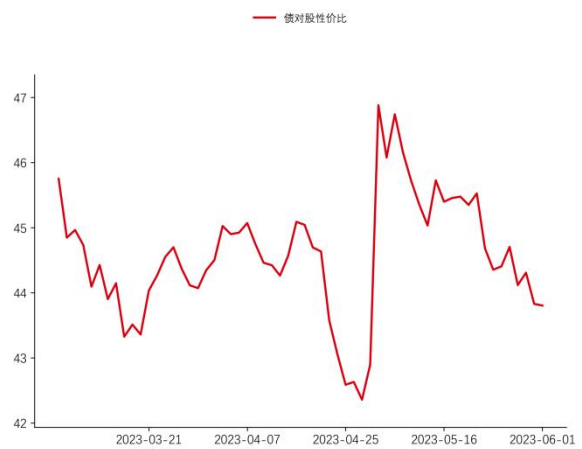
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 5：债市杠杆率



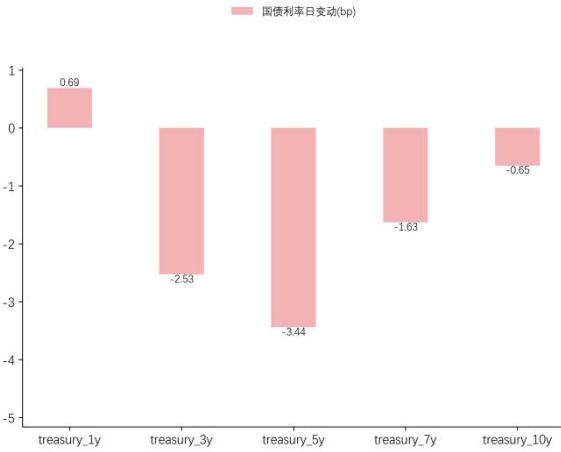
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 6：债对股的性价比



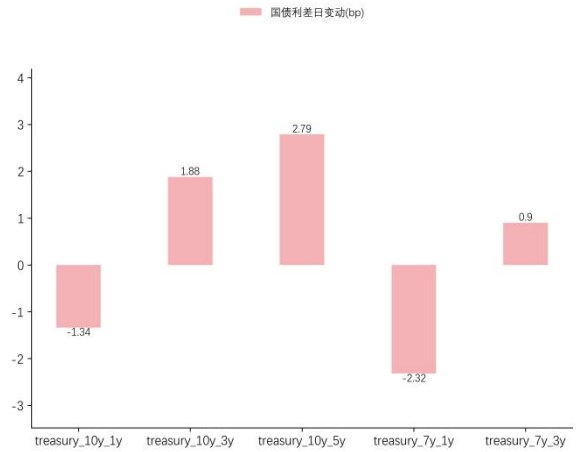
数据来源：Wind 华泰期货研究院

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



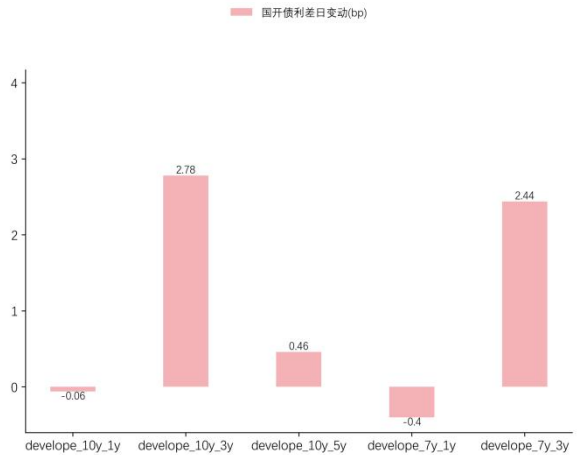
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 9：国开债利率日变动



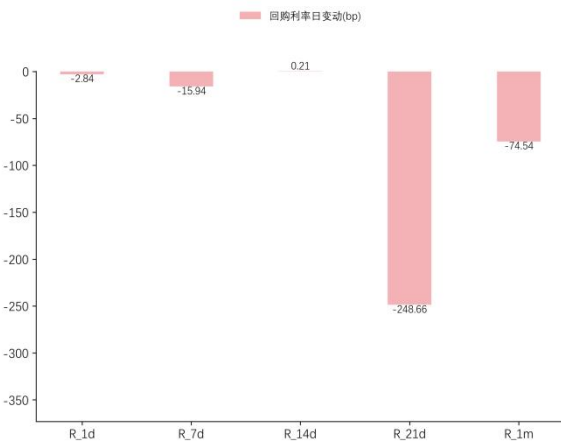
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 10：国开债利差日变动



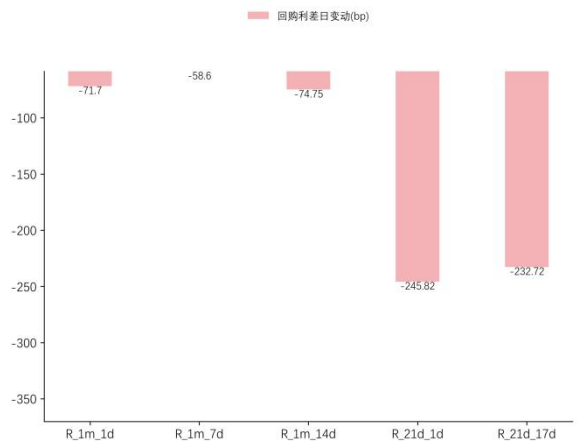
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 11：回购利率日变动



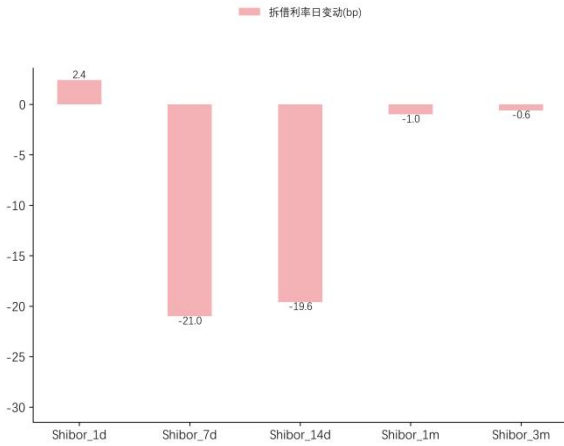
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 12：回购利差日变动



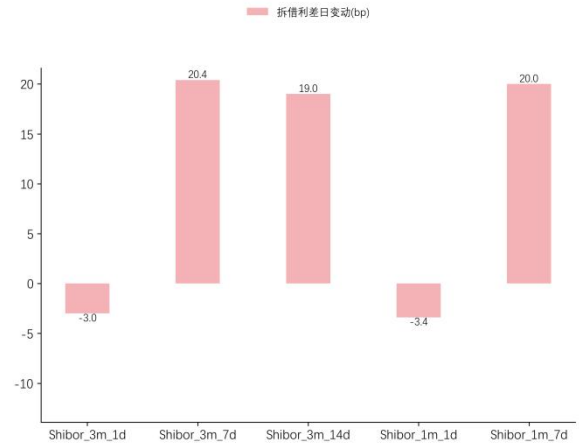
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 13: 拆借利率日变动



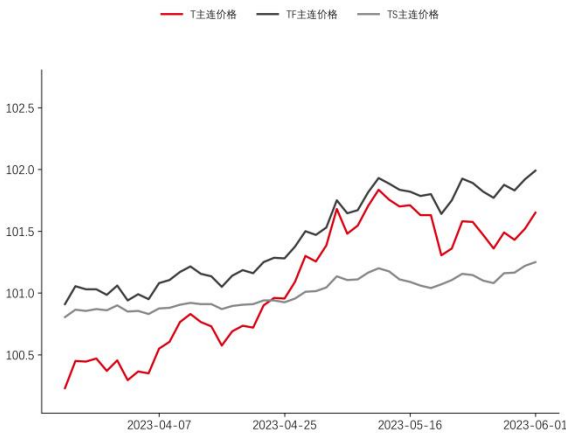
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 14: 拆借利差日变动



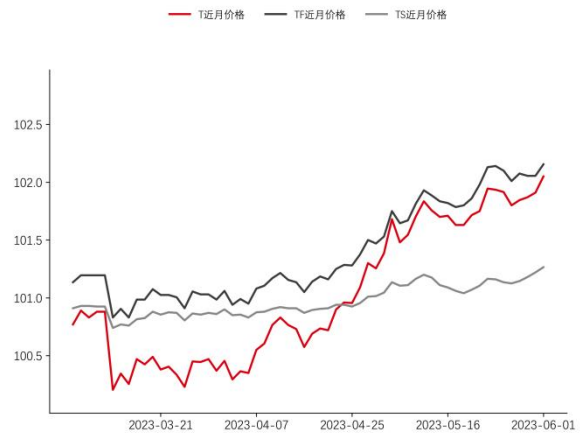
数据来源: Wind 华泰期货研究院

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



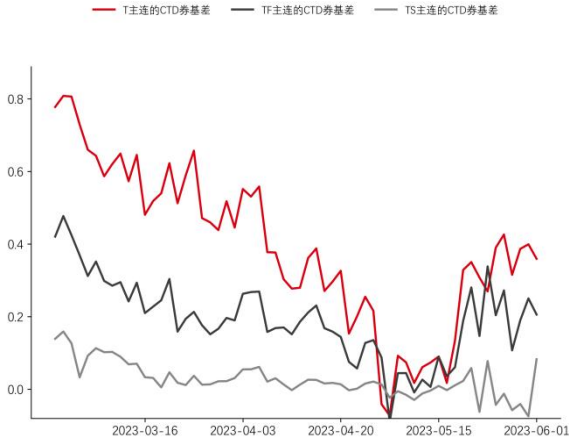
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 18: 近 60 个交易日近月合约的跨品种价差



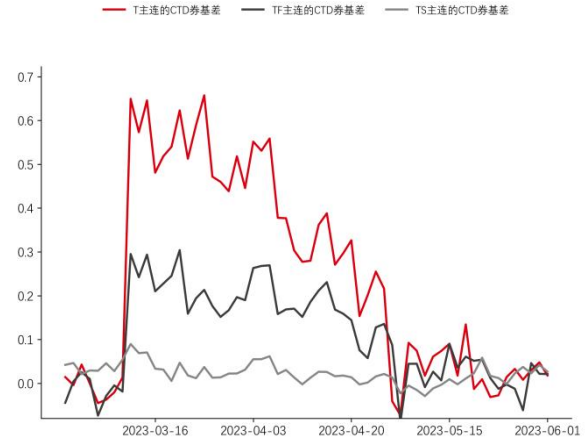
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 19: 近 60 个交易日主连的 CTD 券基差



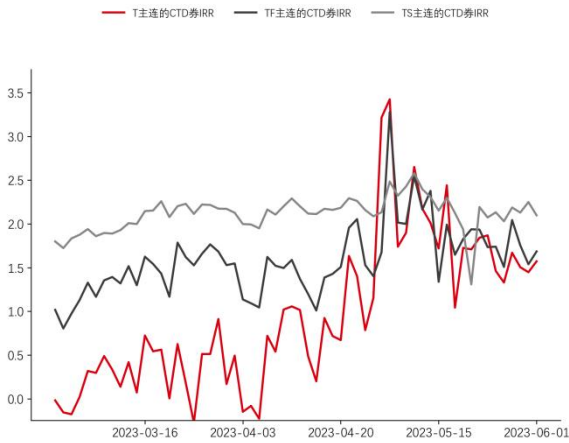
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 20: 近 60 个交易日近月的 CTD 券基差



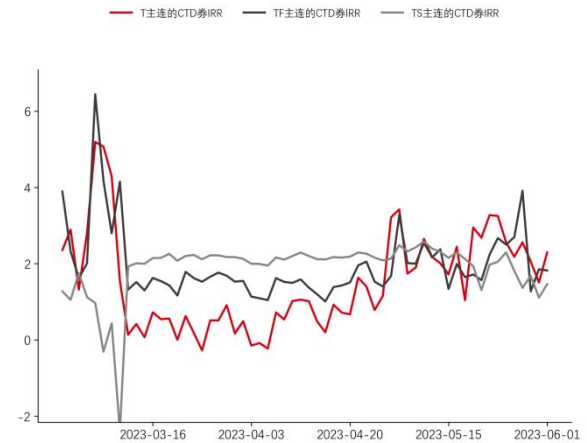
数据来源: Wind 华泰期货研究院

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



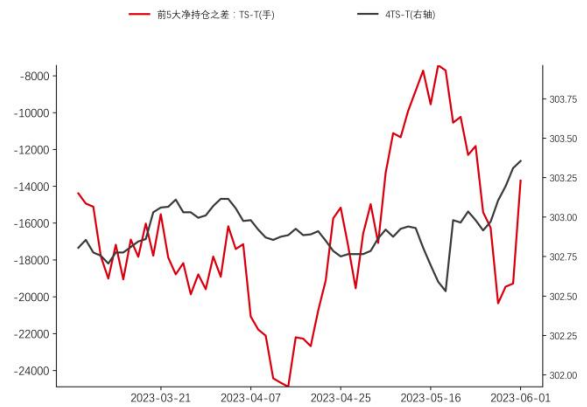
数据来源: Wind 华泰期货研究院

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



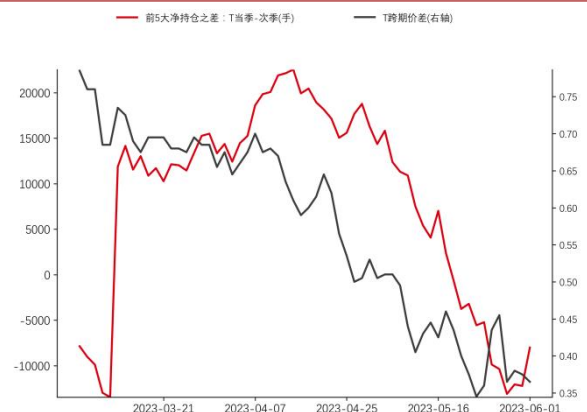
数据来源: Wind 华泰期货研究院

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