

【申银万国期货】经济持续恢复，期债谨防高位回落

——5 月份国债期货投资策略报告

摘要：

2023 年 4 月 27 日

分析师

唐广华 国债期货分析师
从业资格号：F3010997
投资咨询号：Z0011162
电话：021-5058 6292
邮箱：tanggh@sywgqh.com.cn

申银万国期货有限公司

地址：上海东方路 800 号
宝安大厦 7、8、10 楼
邮编：200122
电话：021 5058 8811
传真：021 5058 8822
网址：www.sywgqh.com.cn



申银万国期货
宏观金融研究



申银万国期货研究

- 4 月份以来，债券市场收益率震荡回落，长端大于短端，下行动力主要来源于三个方面：一是部分中小银行存款利率下行引发市场宽松预期；二是地产和工业企业利润等部分数据不及预期，不动产登记全国联网后加大市场对房地产税推出的预期；三是外部环境仍趋复杂，推升市场避险情绪升温，带动债券收益率下行。
- 展望后市，机构配置需求较强、部分经济数据不及预期和避险情绪升温等因素对债券市场仍有较强的支撑，短期或继续偏强。但是总体持续回升的经济基本面限制了债市收益率回落的幅度，且资金面存在边际收敛的可能，预计债券利率下行空间有限，10 年期国债收益率在 1 年期 MLF 利率 2.75% 附近具有较强的支撑，国债期货价格谨防高位回落，关注跨期和跨品种套利策略。

● 核心因素评定表：

核心利空因素	影响力演化方向	评级
消费继续恢复	趋强	★★★
房地产市场企稳	趋平	★★
资金面收敛	趋平	★★
核心利多因素	影响力演化方向	评级
工业生产不及预期	趋平	★★
外部环境恶化	趋平	★★
综评：5 月份市场环境谨慎偏空		

注：“★★★”主动推涨型因素或主动打压型因素；“★★”支撑型因素或阻力型因素；“★”背景型因素。

目录

一、5 月份操作策略	3
1、上涨动能减弱后轻仓试空	3
2、套期保值	3
3、跨期和跨品种套利	3
二、行情分析	4
1、关键数据表	4
2、行情图解	5
3、债市供需分析	10
4、热点问题	10
三、交易逻辑	12
1、经济持续恢复，利率下行空间有限	12
2、套期保值交易逻辑	13
3、跨期和跨品种套利交易逻辑	13
四、风险提示	13

一、5 月份操作策略

1、上涨动能减弱后轻仓试空

展望后市，机构配置需求较强、部分经济数据不及预期和避险情绪升温等因素对债券市场仍有较强的支撑，短期或继续偏强。但是总体持续回升的经济基本面限制了债市收益率回落的幅度，且资金面存在边际收敛的可能，预计债券利率下行空间有限，10 年期国债收益率在 1 年期 MLF 利率 2.75% 附近具有较强的支撑，国债期货价格谨防高位回落，操作上建议多头谨慎持有，待上涨动能减弱后，以轻仓试空为主，总仓位控制在 5% 左右，策略止损后，如果满足开仓条件，可重新进入，总止损次数不超过 3 次。

合约	操作 类型	开仓 区间	止损位	退出 区间	跟踪 止盈	仓位 建议
空 T2309	投机	100.8-101	101.5-101.6	99.5-99.6	99.6 以下 0.3 元跟踪止盈	5%

2、套期保值

5 月份，预计利率下行空间有限，建议金融机构关注经济基本面和央行货币政策的变化，结合自身需求，参照套期保值策略采取相关套期保值操作，以锁定相应价位。

3、跨期和跨品种套利

进入 5 月份后，06 合约持仓将逐步移仓至 09 合约，跨期价差存在收窄的可能，可以考虑做空跨期价差策略。当前 30 年期与 10 年期国债收益率处于历史低位，继续下行空间有限，可以关注做陡 30 年期与 10 年期利差策略。

合约	操作 类型	开仓 区间	止损位	退出 区间	跟踪 止盈	仓位 建议
空 TL2306/ 空 TL2309	跨期 套利	0.6-0.7	1.1-1.2	0.1-0.2	0.2 以下 0.2 元跟踪止盈	20%

注：跨期合约 1:1 配比进行套利。

二、行情分析

1、关键数据表

基本面 (%)		固定资产投资	工业增加值	出口	消费
	3 月	5.10	3.00	0.50	5.80
	2 月	5.50	2.40	-6.80	3.50
		PMI	PPI	CPI	猪肉价格环比%
	3 月	51.90	-2.50	0.70	-4.20
	2 月	52.60	-1.40	1.00	-11.40
资金面 &利率 (%)		存款准备金率	7 天逆回购利率	SHIBOR:1 周	R007
	4 月	10.75	2.00	2.22	2.39
	3 月	11	2.00	2.35	2.42
		2Y	5Y	10Y	30Y
	4 月	2.39	2.68	2.86	3.23
	3 月	2.51	2.74	2.92	3.30
债市供给 (亿元)		债券净融资额	利率债	金融债	非金信用债
	4 月	9848	12541	-3289	4815
	3 月	12755	6196	5036	1522
期货		TS 加权涨跌	TF 加权涨跌	T 加权涨跌	日均持仓量 (万手)
	4 月	0.40%	0.25%	0.08%	38.81
	3 月	0.18%	0.12%	0.04%	35.18

资料来源：Wind，申万期货研究所

2、行情图解

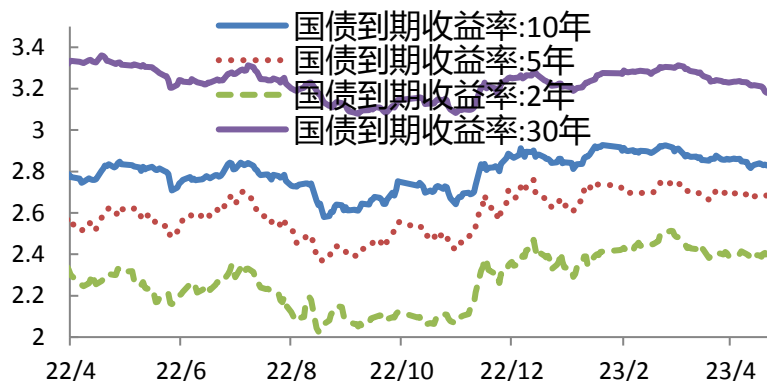
➤ 4 月份以来，债券市场收益率震荡回落，长端大于短端，下行动力主要来源于三个方面：一是部分中小银行存款利率下行引发市场宽松预期；二是地产和工业企业利润等部分数据不及预期，不动产登记全国联网后加大对市场对房地产税推出的预期；三是外部环境仍趋复杂，推升市场避险情绪升温，带动债券收益率下行。

➤ 4 月份，国债期货日均成交量为 14.56 万手，环比减少 3.58%，日均持仓量 38.81 万手，环比增加 10.31%，持仓量较上月显著回升，市场分歧加大，30 年期国债期货上市也增加了持仓量。随着债券市场波动加大，国债期货套保需求旺盛，持仓量有望进一步恢复。

➤ 4 月初，央行公开市场操作以净回笼为主，月中央行超额等价续作到期的 MLF，DR007 和 SHIBOR:1 周维持在 2% 左右，资金面保持平稳。

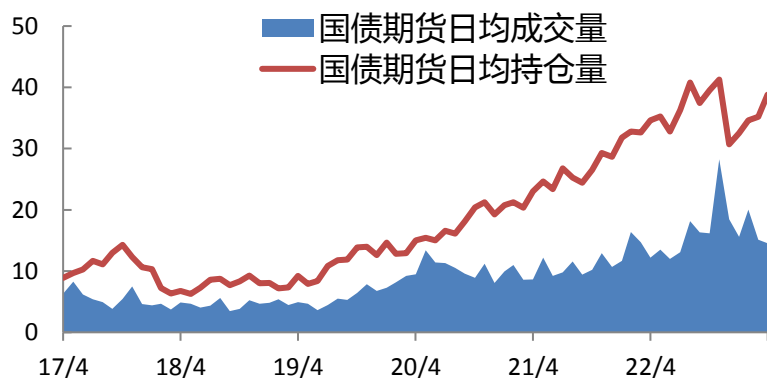
➤ 央行表示将继续实施稳健的货币政策，坚持以我为主，稳字当头，保持货币信贷合理增长，确保利率水平合适。

图 1：2/5/10/30 年期国债收益率走势（%）



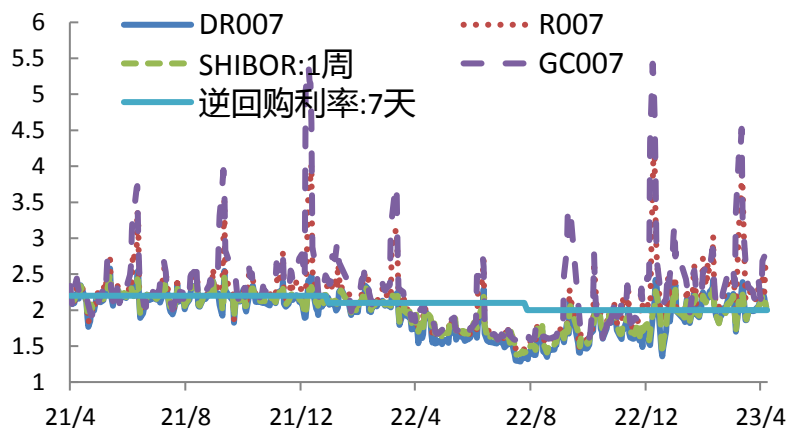
资料来源：Wind，申万期货研究所

图 2：国债期货日均成交持仓量（万手）



资料来源：Wind，申万期货研究所

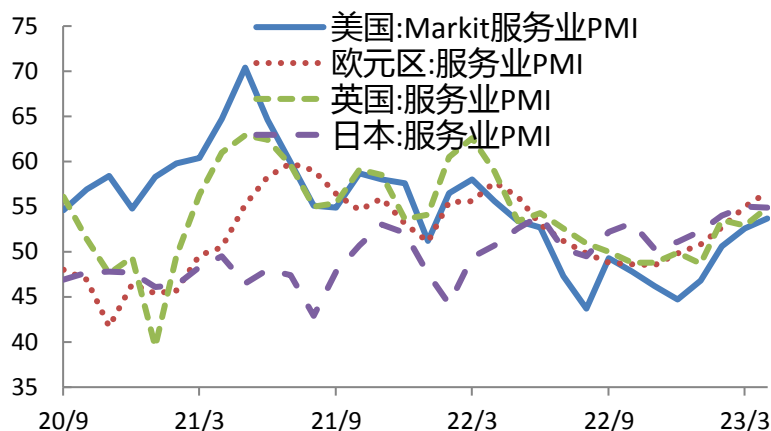
图 3：各品种 7 天利率走势（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

➤ 4 月份，美国 Markit 服务业 PMI 升至 53.7%，欧元区服务业 PMI 升至 56.6%，英国服务业 PMI 升至 54.9%，主要发达国家服务业活动仍较为活跃，总体上保持稳健增长，经济韧性仍强。5 月份美联储大概率继续加息 25bp。

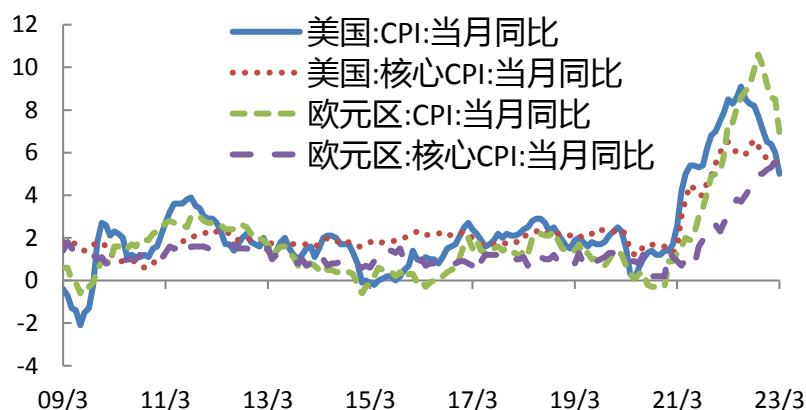
图 4：美欧服务 PMI 继续改善（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

➤ 美国 3 月 CPI 同比 5%，低于前值 6% 和市场预期，为截至 2021 年 5 月以来最小的同比涨幅；PPI 同比升 2.7%，低于预期的 3%，连续第九个月放缓，创逾两年来最小涨幅。3 月欧元区 CPI 同比增长为 6.9%，低于市场预期和前值，但核心通胀略有加速，核心通胀率从 2 月份的 5.6% 升至 5.7%。

图 5：美国和欧元区 CPI 走势（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

➤ 4 月份，随着美国加息逐步接近尾声，而欧元区加息幅度将高于美联储，美欧利差开始缩小，美元指数走弱。同时美债收益率维持震荡走势，4 月份小幅回落。

图 6：美元指数和美国 10 年期国债收益率走势（%）



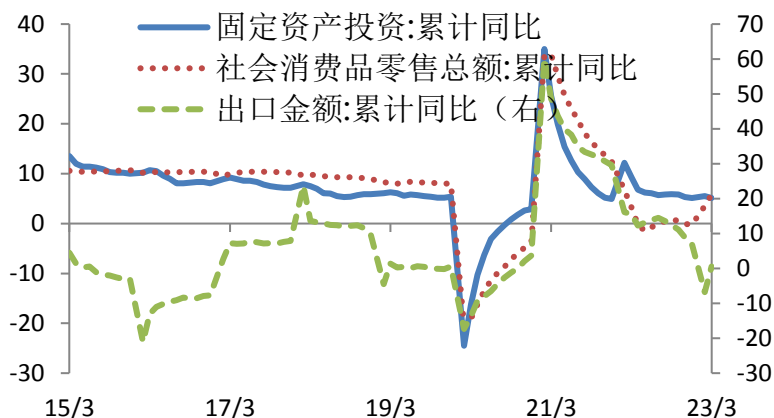
资料来源：Wind，申万期货研究所

➤ 一季度，GDP 同比增长 4.5%，好于市场预期，其中，社会消费品零售总额 114922 亿元，同比增长 5.8%，餐饮、基本生活类和部分升级类商品销售实现较快增长。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.1%，与上年全年持平，略低于市场预期。出口 56484 亿元，增长 8.4%，好于市场预期。

➤ 3 月份，企业信贷继续保持高位，居民信贷显著恢复，债券净融资同比小幅回落但仍维持高位，支持实体经济发展；表外融资规模逐步趋稳。在新增人民币贷款好于去年同期的情况下，带动社融增量比上年同期多增 7235 亿元。

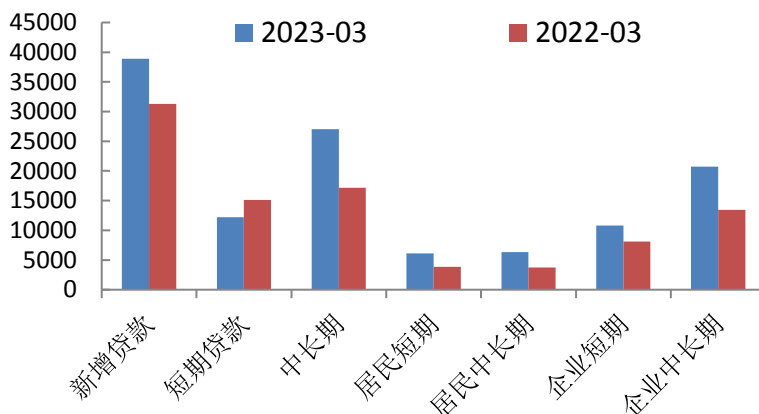
➤ 3 月末，社融存量增速回升至 10%，高于上月 0.1 个百分点，连续 2 个月回升，宽信用效果逐步显现。随着生产消费持续恢复，房地产市场逐步回暖，企业和居民融资回升，预计宽信用效果将继续显现，促进经济企稳回升。3 月份，人民币存款增加 5.71 万亿元，同比多增 1.22 万亿元，M2 在上月创 7 年新高后小幅回落 0.2%，仍处于高位。

图 7：投资、消费和出口累计同比（%）



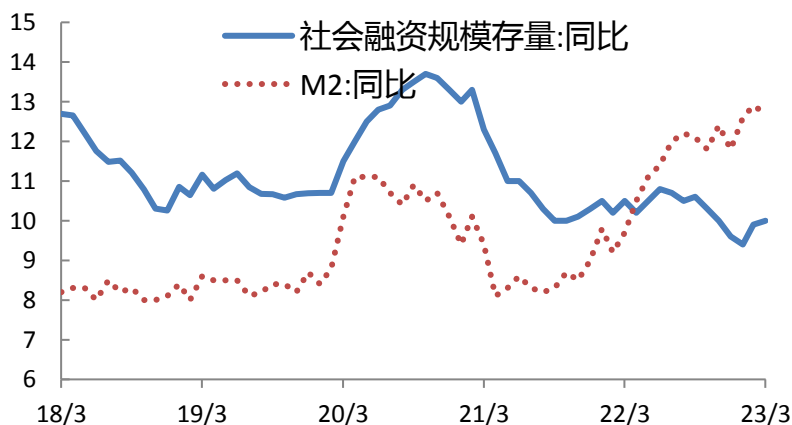
资料来源：Wind，申万期货研究所

图 8：社融中新增贷款分项情况（亿元）



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 9：社会融资规模存量与 M2 同比走势（%）



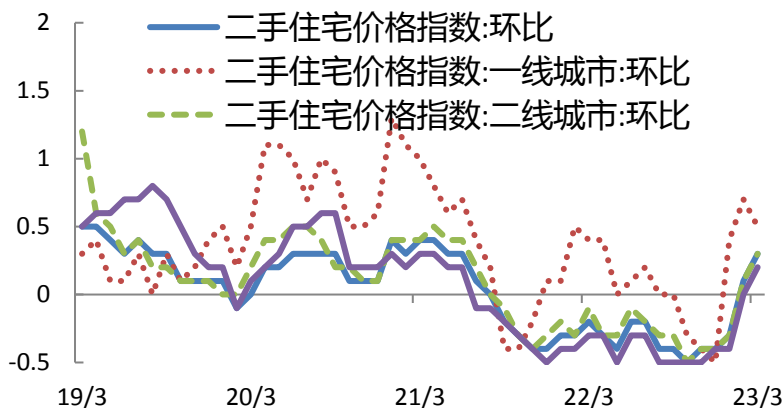
资料来源：Wind，申万期货研究所

- 3 月份，一二三线城市商品住宅销售价格环比均上涨，70 个大中城市中，新建商品住宅和二手住宅销售价格环比上涨城市分别有 64 个和 57 个，比上月分别增加 9 个和 17 个，市场需求逐步恢复。
- 从销售上看，商品房销售面积 29946 万平方米，同比下降 1.8%；商品房销售额 30545 亿元，增长 4.1%。

- 3 月份房地产开发景气指数为 94.71，虽然仍处于较低景气水平，但是已经连续 3 个月回升，结束了 2021 年 2 月份以来的持续回落态势。
- 预计在央行和各地放松限购，大幅降低贷款利率，首套房贷利率低于 2016 年的情况下，房地产市场价格和销售将逐步改善，后续有望继续回暖，关注回升情况。

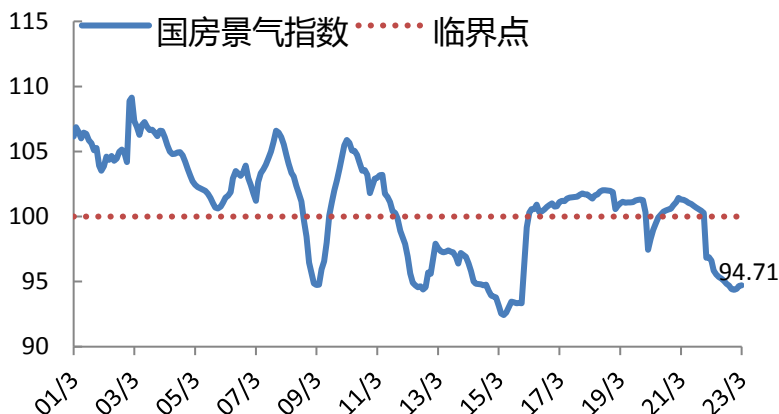
- 今年政府债券发行继续保持前置，一季度政府债券新增 18300 亿元，同比新增 2478 亿元。预计 5-6 月份地方政府专项债融资将继续发力，同时国债和政策性银行债券融资也将逐步恢复，带动债券融资处于高位，对资金面也有一定的影响，债券投资对经济支撑比较明显。

图 10：二手住宅价格指数环比（%）



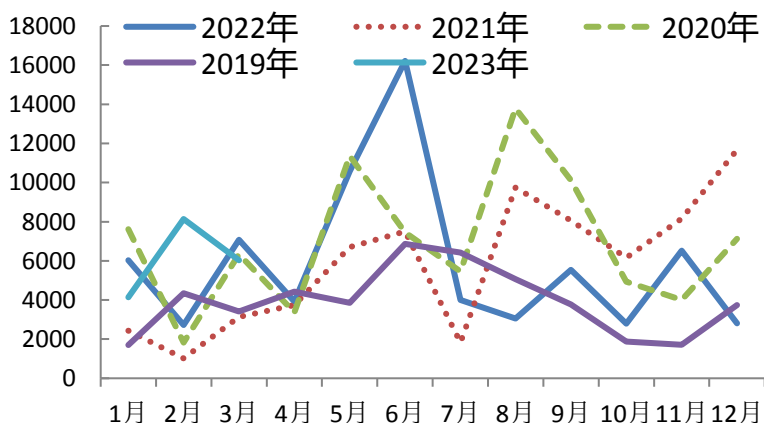
资料来源：Wind，申万期货研究所

图 11：国房景气指数（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

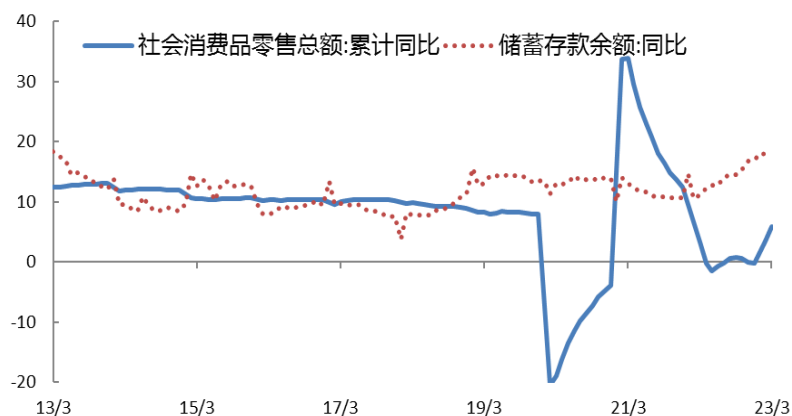
图 12：政府债券当月净融资规模（亿元）



资料来源：Wind，申万期货研究所

➤ 3 月份，社会消费品零售总额同比增长 10.6%，比 1-2 月份加快 7.1 个百分点。受消费场景受限和防御性储蓄意愿影响，居民储蓄存款余额同比增速回升至十年来的高点。随着居民消费信心逐步恢复，相关促消费政策持续发力，消费市场有望延续恢复态势。

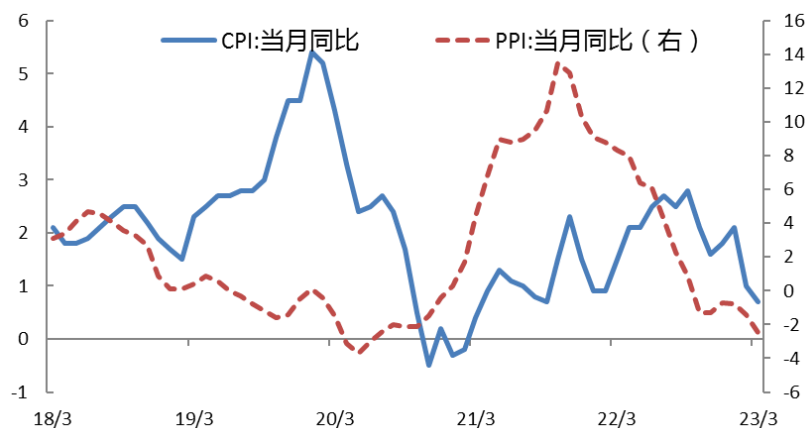
图 13：消费品零售总额和储蓄存款余额同比（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

➤ 3 月 CPI 同比上涨 0.7%，PPI 同比下降 2.5%，均弱于前值和预期；PPI 当月环比持平，降幅比上月扩大主要是受上年同期石油、煤炭、钢材等行业对比基数走高影响。物价超预期回落不一定说明市场进入通缩，更多的是消费市场供应恢复好于需求，随着经济逐步恢复，PPI 将在二季度见底。

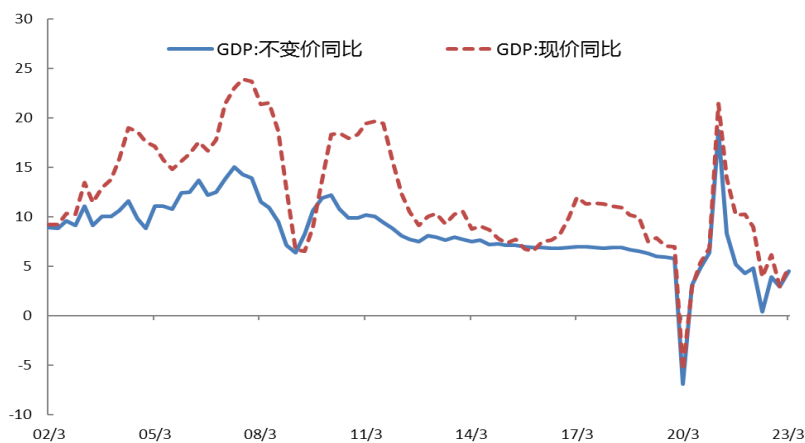
图 14：CPI 和 PPI 当月同比走势（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

➤ 预计社会融资增速将继续回升，宽信用效果将不断显现，房地产市场将继续回暖，基建投资维持高位，高储蓄下消费市场有望延续恢复态势，而外贸出口韧性仍强。全年完成 5% 的经济增速目标压力不大，受基数影响，二季度将是全年经济增速的高点。

图 15：GDP 不变价和现价同比（%）



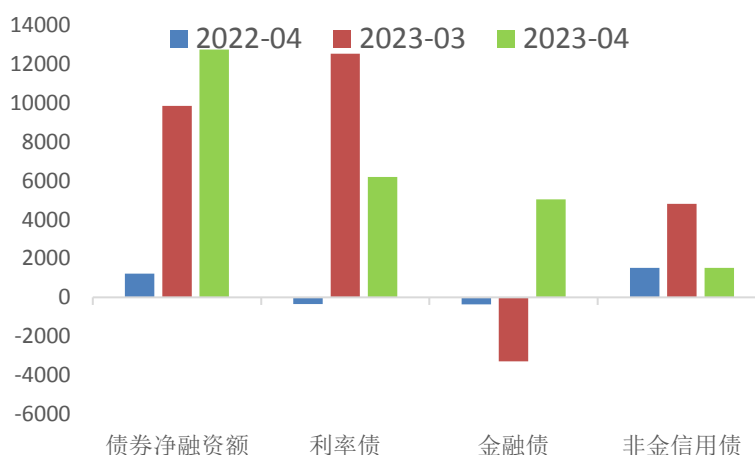
资料来源：Wind，申万期货研究所

3、债市供需分析

➤ 融资情况：融资规模处于低位

截止 4 月末，我国债券市场存量规模已经超过 145 万亿元。4 月份债券净融资额为 12755 亿元，环比和同比均显著增加，主要是金融债融资明显增加。其中国债和政策性银行债券分别净融资 1001 亿元和 2068 亿元，地方政府债券净融资 3136 亿元，利率债融资继续保持高位；金融债净融资 5036 亿元，主要是同业存单净融资 3113 亿元，较上月显著增加，银行资金需求恢复。非金信用债净融资 1522 亿元，企业净融资规模较上月有所回落。

图 16：4 月份债券净融资情况对比（亿元）



资料来源：Wind，申万期货研究所

➤ 供给分析：5-6 月份债券净融资继续处于高位

预计 5-6 地方政府专项债融资将继续发力，同时国债和政策性银行债券融资也将继续恢复，带动债券融资处于高位，尽管央行仍会保持市场资金面合理充裕，对市场冲击不大，不过要警惕资金面收敛的可能。

4、热点问题

➤ 3-4 月债市走势与社融和 GDP 等基本面数据存在背离

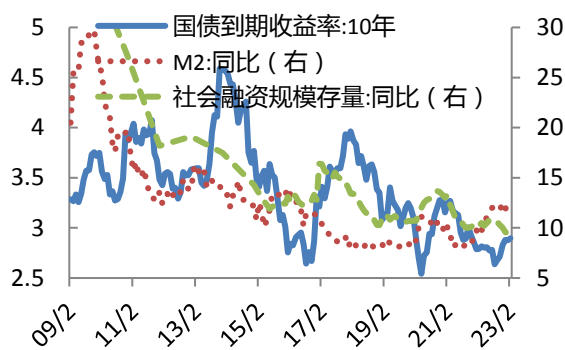
1、社融领先债市 1 个月左右

社融反应的是金融对实体经济支持的总量指标，与实体经济密切相关，且具有一定的领先性。2020 年 3 月份社融同比数据见底，2020 年 4 月份债市见底，领先一个月。2016 年则多次领先，2015 年 12 月和 2016 年 7 月份社融同比数据阶段性见底，2016

年1月和8月份债市见底，均领先一个月。本轮社融同比从2月份开始回升，连续2个月回升。

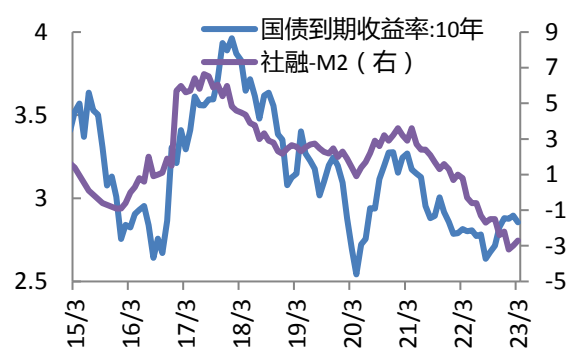
社融与M2差值同步于债市。社融偏货币需求，M2偏货币供给，社融-M2反应了货币供需之间的矛盾，是利率先行指标，价差扩大，意味着实体经济的融资需求快于银行货币的派生扩张速度，对应会产生更高的资金价格，进而反应到利率上。2020年4月份社融-M2见底，同期债市见底；2016年1月份和8月份社融-M2也是与债市同步见底。

图 17：10 年国债、M2、社融同比增速 (%)



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 18：10 年国债与社融-M2 增速 (%)

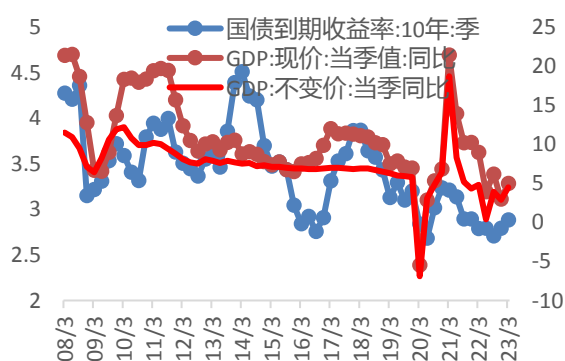


资料来源：Wind，申万期货研究所

2、名义 GDP 和地产销售领先债市 1-2 个季度

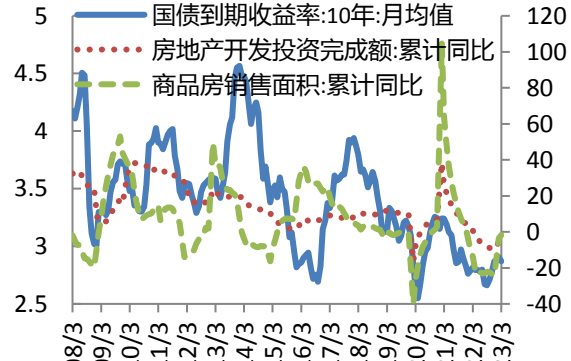
从历史上看，2009年一季度、2013年6月，GDP与债市同步见底；2016年GDP领先债市2个季度；2020年GDP领先债市1个季度见底。房地产投资占比在五分之一左右，加上上下游，对经济增长影响更大。从历史上看，2018年12月，房地产销售领先债市1个月见底；2012年2月，房地产销售领先债市5个月见底；2015年2月份，房地产销售领先债市18个月见底；2020年2月份，商品房销售领先债市2个月见底。

图 19：10 年国债、与 GDP 现价、不变价同比增速 (%)



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 20：10 年国债与房地产投资、销售累计同比增速 (%)



资料来源：Wind，申万期货研究所

2022 年 11 月份以来，受疫情防控政策优化，市场预期好转影响，10 年期国债收益率自低点 2.64% 快速回升今年 2 月底的 2.93%，回升幅度接近 30bp，利率回升走在了领先指标、GDP、房地产销售的前头。

3 月份以来，受政府工作报告中 GDP 增速目标和部分经济指标低于预期、部分中小银行存款利率下调和硅谷银行事件冲击、外部环境仍趋复杂等避险情绪事件影响，10 年期国债收益率跌至 2.78%。

三、交易逻辑

1、经济持续恢复，期债谨防高位回落

展望后市，机构配置需求较强、部分经济数据不及预期和避险情绪升温等因素对债券市场仍有较强的支撑，短期或继续偏强。

当前经济处在企稳回升中，稳增长宏观政策持续出台，市场景气指数和社会融资规模等领先指标持续回升，宽信用效果逐步显现，居民消费支出加快恢复，房地产市场价格回升，投资和销量降幅收窄，有望逐步回暖，出口韧性仍强，经济运行有望继续好转，全年完成 5% 的经济增速目标压力不大，受基数影响，二季度将是全年经济增速的高点。总体持续回升的经济基本面限制了债市收益率回落的幅度。本轮利率下行修复大概率定义为利率上行过程中的调整，而非新一轮利率下行的开始。预计债券利率下行空间有限，10 年期国债收益率在 1 年期 MLF 利率 2.75% 附近具有较强的支撑，国债期货价格谨防高位回落。

图 21：10 年期国债期货主力合约价格走势（元）



资料来源：Wind，申万期货研究所

2、套期保值交易逻辑

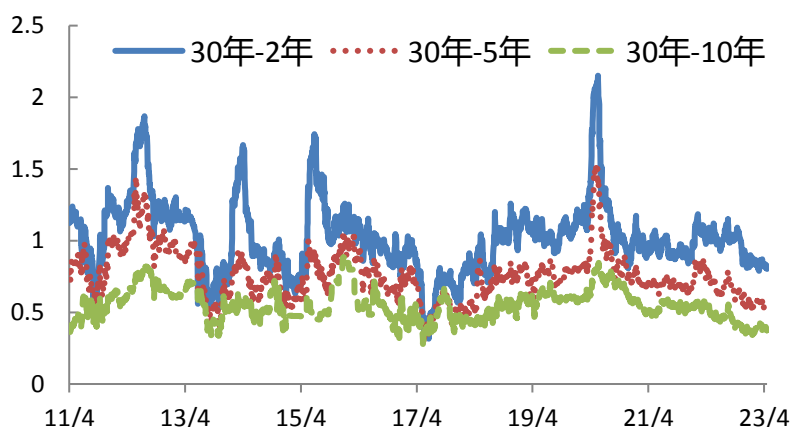
5 月份，预计利率下行空间有限，建议金融机构关注经济基本面和央行货币政策的变化，结合自身需求，参照套期保值策略采取相关套期保值操作，以锁定相应价位。

3、跨期和跨品种套利交易逻辑

30 年期国债期货上市后，将新增与 2、5、10 年期国债期货之间的跨品种套利交易策略，当前 30 年期与 10 年期国债收益率处于历史低位，继续下行空间有限，可以关注做陡 30 年期与 10 年期利差策略，即多 10 年期国债期货，空 30 年期国债期货的策略。

且进入 5 月份后，TL2306 合约持仓将逐步移仓至 TL2309 合约，与 TL2306 合约相比，当前 TL2309 最廉券 IRR 偏低，TL2306 合约多头将倾向于提前移仓至 TL2309 合约，跨期价差存在收窄的可能，可以考虑做空跨期价差策略。

图 22：30 年期与 2/5/10 年期国债收益率差（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

四、风险提示

针对交易策略，疫情反复、外部环境恶化和经济恢复不及预期等情况出现会带动债券收益率回落，国债期货价格持续回升，导致策略失败或者交易效果不及预期。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。