

## 期债高位调整 收益率缺乏上行基础

### 一、行情回顾

近期受到降息落空等因素的影响，期债市场情绪低迷，虽然4月25日本年度首次降准落地以及股市出现大幅下挫对市场略有短期提振，此后市场维持震荡偏弱的趋势。

上周国债期货成交量整体上有所回落，持仓量方面呈现一定分化，十年期主力合约持仓量略有上升，而五年期和两年期主力合约持仓量则明显下降。近期降准力度方面不及预期等因素使得市场的宽货币预期明显减弱，中短端品种上多头清仓现象较为明显，持仓量显著下行。对于长端品种，降准落地后十年期合约也存在多头席位的减仓现象，不过在当前经济下行压力仍较大的情况下，多头偏抄底以及投机力量表现也较为活跃，多空双方博弈仍然较为剧烈。

此外，各主力合约CTD的IRR均明显回落。此前一段时间，宽货币预期以及货币宽松的环境是使得五年期和两年期主力合约CTD的IRR能维持在高位的重要原因。近期宽货币预期明显走弱，人民银行表示货币政策首要任务在于维护物价稳定可能也给市场情绪带来一定冲击。从而导致IRR下行。

### 二、基本面分析

从经济与政策逻辑来看，4月份国内经济受疫情影响加大，对于二季度经济形成较大压力。从经济条件来看，年内国内经济面临的三方面挑战并未改变，一是疫情仍存较大的不确定性，且对经济的影响超出我们之前预期，目前判断影响仅次于2020年一季度；二是地产风险仍未解除，地产销售下滑、投资增速转负，从政策放松到地产回暖仍需较长时间；三是出口对经济的拉动作用将逐步减弱。受上半年疫情拖累，二季度整体经济较一季度表现可能更差，预计国内经济将呈现前低后高的表现，全年经济增长在5%左右，偏悲观预期下增速低于5%的可能性较大。在国债期货核心驱动逻辑中，经济景气程度不足，政策环境宽松，市场收益率缺乏上行基础，基本面条件依然支撑国债期现券市场表现，上半年暂时难以看到核心驱动逻辑对债市形成较大压力。

货币政策方面，4月份国内货币政策宽松力度低于市场预期，但政策放松方向未变，国内政策“以我为主”，暂未受到海外货币政策收紧的影响。政策宽松下市场流动性保持宽松，货币市场资金利率围绕政策利率运行，短端收益率将继续保持低位，稳定的资金成本和流动性预期为实体经济和金融投资提供了较好的货币政策环境，也有利于金融机构加杠杆操作。因此当前国内仍然处于货币政策宽松周期，预计二季度仍然有宽松空间，尤其是调降政策性金融工具利率概率较大。

从债券市场发行与融资来看，年内政府债券发行前置特点明显，财政部相关负责人表示将根据财政筹资需要，及时调整国债发行规模，强化国债应急筹资和库款保障能力。同时，必要时将灵活运用短期国债工具进行筹资。今年专项债券发行使用工作起步早、动作快，进度明显快于往年。根据我们统计，一季度地方政府专项债发行规模明显快于历年水平，上半年国内利率债供给压力依然较大。从需求来看，

国债依然是当前国内大类资产配置的核心资产，在资管新规的要求下，市场信用分层也将推动利率品种以及高信用等级资产配置需求。另外，在国内经济增速缓慢下移，市场流动性保持充裕，优质资产供给不足的情况下，银行、保险、基金以及海外机构配置热情仍将保持高位。

从国内外市场相对估值价值来看，受国内外经济所处阶段和政策差异影响，人民币近期贬值速度加快，这将对国内金融市场的估值水平形成压力，同时也制约货币政策的宽松空间。而当前美国政策核心在“防通胀”，而我国政策聚焦“稳增长”，各经济体经济与政策的差异导致国债收益率分化，且短期暂时难以看到国内外利差回归的驱动因素。预计中美利差倒挂水平有望继续加深，鉴于海外资金持有我国债券规模有限，市场影响更多体现在心理层面，我国债市表现将更多体现国内经济和政策条件。

### 三、后市展望

综合而言，从流动性角度看，资金利率上升，货币净投放增加，反映流动性趋紧的背景下，央行放松货币。从资金面来看，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。

操作方面，需要注意房地产政策的全面放松或大规模增发特别国债。交易性需求短期可偏多。同时，中长期套保仍有必要，把握短期多头博弈带来基差收敛的情况下的入场机会。

#### 免责声明

本报告分析师/投资顾问在此声明，本人取得中国期货业协会授予期货从业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。

本公司已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。

本报告仅提供给华融期货有限责任公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归华融期货有限责任公司所有。未获得华融期货有限责任公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。

本报告中的信息、意见等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述期货合约的买卖价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。

华融期货有限责任公司研发部及其投资顾问认为本报告所载资料来源可靠，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。