

## 通胀预期升温 期债高位回落

### 策略观点

央行本周净回笼 3200 亿，资金面尚属宽松。国债收益率曲线上行为主，曲线走陡。基本上国内经济增速下行，工业品价格指数处于高位，基本面多空交织。利率债当前对资金面高度敏感。社融下行显示信用收缩趋势延续，利率债的多头趋势尚未走完，但由于期债价格已经处于高位，没有新增利多的情况下，继续上行的动力已略显不足。近期原油、天然气、煤炭等能源品全球价格普遍上涨，冬季通胀预期抬高。整体判断期债高位调整行情，建议逢高做空，T2112 空单 100 止损、TF2112 空单 101 止损、TS2112 空单 100.825 止损。

### 一、行情回顾

#### （一）期货市场

节前期债高位震荡，窄幅波动，节后首个交易日，国债期货全线收跌，空头开仓积极。主要原因还在于煤炭为代表的大宗商品价格大幅上涨，引发债市通胀担忧。且节前股市止跌避险情绪消退，四季度地方债供给压力较大，央行公开市场回归百亿操作模式。多重因素引发期债高位调整。

表 1：期货行情走势

合约	收盘价	日涨跌	周涨跌	成交量	持仓量	日增仓	周增仓
TS2112	100.750	-0.04%	-0.04%	10561	26852	-525	-525
TF2112	100.895	-0.17%	-0.20%	22184	65766	1048	1,048
T2112	99.505	-0.36%	-0.39%	57686	150377	2242	2,242

数据来源：Wind、国元期货

#### （二）现券市场

本周国债现券收益率，短端受资金利率带动下行，长端上行，曲线走陡。利率债当前对资金面高度敏感。短端：国债到期收益率曲线 2 年期收益率 2.52%，较上日+1.1BP，较上周-13.3BP；中期：5 年期国债收

许雯

电话：010-84555101

邮箱

xuwen@guoyuanqh.com

期货从业资格号

F3023704

投资咨询资格号

Z0012103

益率 2.75%，较上日+0.6BP，较上周+3.5BP；长端：10 年期国债收益率 2.92%，较上日+0.6BP，较上周+4.1BP。当前经济数据下行，货币政策宽松预期再起，有利于利率债收益率处于低位。但央行宽信用的意图明确，叠加工业品价格处于高位，限制了利率债收益率下行的空间。10 年期国债收益率 2.8-3.0%区间波动。

表 2：银行间国债到期收益率

期限	利率(%)	日涨跌(bp)	周涨跌(bp)
3M	1.82	1.1	-13.3
1Y	2.33	-1.9	-0.7
2Y	2.52	0.2	3.3
3Y	2.54	-0.3	3.0
5Y	2.75	0.6	3.5
7Y	2.89	0.2	3.7
10Y	2.92	0.6	4.1
30Y	3.45	0.5	2.3

数据来源：Wind、国元期货

### （三）行业要闻

1. 央行行长易纲：下一步将落实好金融控股公司监管，实施并表管理，规范关联交易，加强审慎监管；将继续完善有关制度，落实个人征信等金融业务持牌经营；将发挥好与反垄断部门的监管合力，遏制滥用市场优势地位的垄断行为，积极应对算法歧视等新型垄断问题。

2. 国家发改委决定，自 10 月 9 日 24 时起，国内汽、柴油价格每吨分别提高 345 元和 330 元。折合升价，92 号汽油涨 0.27 元，95 号汽油涨 0.28 元，0 号柴油涨 0.28 元。以油箱容量 50L 的普通私家车计算，调价后加满一箱油将多花 13.5 元左右。国内成品油零售限价迎来年内最大涨幅。

3. 中国国务院常务会议宣布，在保持居民、农业、公益性事业用电价格稳定的前提下，将市场交易电价上下浮动范围由分别不超过 10%、15%，调整为原则上均不超过 20%。

4. 10 月 1 日至 7 日，全国支付系统共处理各类非现金支付业务 19.9 万亿元，同比增长 24.1%，两年平均增长 38.4%。其中，消费场景下非现金支付金额两年平均增长 1.4%，已恢复至 2019 年疫情前水平。

5. 中国央行公布 9 月末外汇储备 3.2006 万亿美元。彭博计算显示，外汇储备环比减少 314.90 亿美元。

6. 花样年集团公告称，受疫情反复、行业政策及宏观经济等多重因素的影响，公司间接控股股东花样年控股出现短期流动性问题，截至到期日，未能到期偿付 5 亿美元高级无抵押担保美元优先票据的剩余未偿本金 205,656,000 美元与未偿还利息 7,583,565 美元

7. 美国 9 月非农就业人数增加 19.4 万，连续第二个月大幅弱于预

期，创出今年以来最慢增长；不过，失业率意外下降和平均时薪跃升仍支持美联储减码预期。旧金山联储行长 Daly 表示，新冠疫情造成的错位推动了物价上涨，但这些压力随着时间的推移应该会逐渐消失。

## 二、资金面分析

本周央行周五、周六各开展公开市场逆回购操作 100 亿元，本周有 3400 亿元逆回购到期，净回笼 3200 亿元。下周公开市场将有 5100 亿元逆回购到期，5000 亿元 MLF 到期。当前期债对资金面高度敏感，重点关注央行续做情况。

跨季之后资金利率全面下行，资金面转宽松。主要货币市场利率，周五 7 天回购定盘利率 1.87%，较上日-34.1BP，较上周-50BP；SHIBOR7 天报 1.90%，较上日-27.4BP，较上周-37BP；银行间隔夜质押式回购加权平均利率 1.58%，较上日-51.9BP，较上周-62.2BP。资金利率整体回落，符合市场预期。

表 3：主要货币市场利率

期限	利率(%)	日涨跌(bp)	周涨跌(bp)
FR001	1.63	-47.2	-77.0
FR007	1.87	-34.1	-50.0
FR014	2.01	-9.0	-99.0
Shibor 0/N	1.64	-47.0	-58.5
Shibor 1W	1.90	-27.4	-37.0
Shibor 2W	2.02	-7.5	-95.0
R001	1.58	-51.9	-62.2
R007	1.87	-37.1	-55.2

数据来源：Wind、国元期货

## 三、综合分析

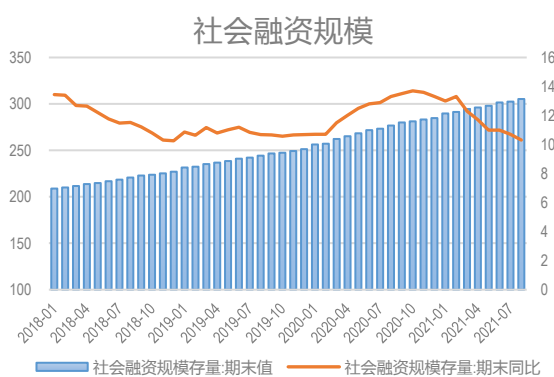
央行本周公开市场净回笼 3200 亿元，资金面尚属宽松。国债收益率曲线短端下行长端上行，曲线走陡。市场对四季度经济下行压力增加、货币政策环境较上半年有所放松的预期较为一致。市场普遍认为当前货币政策偏向稳增长、看重跨周期调节，债市做多情绪偏强。国外央行货币政策偏宽松，但美联储已经开始讨论缩减 QE，市场预期 11 月开始 Taper 概率较高。海外主要经济体通胀数据处于高位。

基本上，经济数据显示经济扩张活动放缓，供需两端均表现较弱。9 月制造业 PMI 跌入收缩区间、非制造业 PMI 回升，主要是限电限产对生产端造成了较大冲击，而 9 月随着疫情形势好转，服务业景气度将有所恢复。制造业尚处于中长期下行趋势中，以目前的信息来说尚难以判断四季度能否出线趋势拐点。

当前国内消费品、工业品价格走势分化，消费品价格表现偏弱。三季度 CPI 回落 PPI 上升，价格指标的分化加剧。8 月 PPI 同比高增 9.5%，继

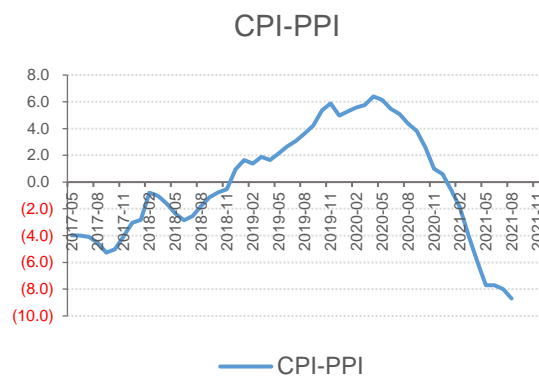
续冲高且处于历史高位。消费品价格走弱，工业价格走强，CPI-PPI 剪刀差继续扩大，超出市场对工业品价格涨势趋缓的预期。当前对于 PPI 趋势的判断是判断国内通胀趋势的核心，但 9 月份以来有色金属、原油、黑色、煤炭、建材等大宗商品价格较上月有明显涨幅，PPI 上行趋势的拐点尚不明确。

图 1、社会融资规模



数据来源：Wind、国元期货

图 2、CPI-PPI



数据来源：Wind、国元期货

海外市场对于 2021 年全球经济复苏的预期仍较为乐观，其实欧美等多家的经济数据边际上已经能观察到有所放缓。全球资本市场的风险偏好较高，海外主要权益市场指数处于历史高位。由于海外主要国家 CPI、PPI 大幅走高，原油、天然气等能源品价格强势，海外对于冬季的通胀预期偏强，国际大宗商品高位震荡。

外部环境来看，全球主要国家经济持续修复，但复苏进程受到疫情的反复干扰。海外通胀指标出于高位，国际大宗商品高位震荡，美债收益率持续上行。美联储货币政策是四季度国际市场关注的焦点。

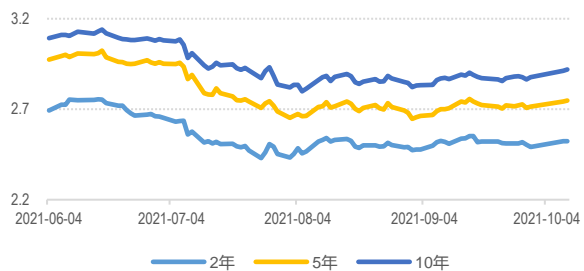
#### 四、技术分析和建议

上周期债高位回落，国债收益率曲线以上行为主，曲线走陡。近期部分地区限电限产消息，引发债市 PPI 居高不下的预期，期债承压。由于期债价格已经处于高位，市场利多信息已经挖掘的比较充分，没有新增利多的情况下，继续上行的动力不足。期债在高位盘整了近 3 个月，短期震荡难免。整体判断期债高位调整行情，建议逢高做空，T2112 空单 100 止损、TF2112 空单 101 止损、TS2112 空单 100.825 止损。

图 3、国债收益率

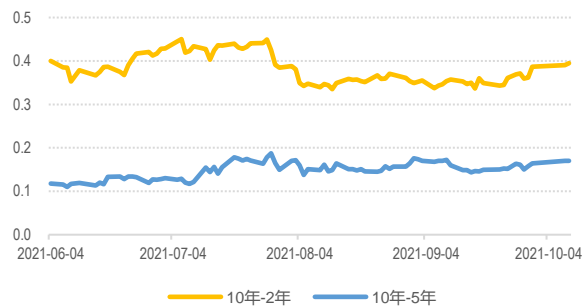
图 4、国债期限利差

中债国债到期收益率



数据来源: Wind、国元期货

国债收益率利差



数据来源: Wind、国元期货

## 重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国元期货力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。

## 联系我们 全国统一客服电话：400-8888-218

### 国元期货总部

地址：北京东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 B 座 21 层  
电话：010-84555000

### 合肥分公司

地址：合肥市蜀山区金寨路 91 号立基大厦 A 座六楼（中国科技大学金寨路大门斜对面）  
电话：0551-62895501

### 福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 2204 室之 01 室（即磐基商务楼 2501 室）  
电话：0592-5312522

### 大连分公司

地址：大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。  
电话：0411-84807840

### 西安分公司

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室  
电话：029-88604088

### 上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区民生路 1199 弄 1 号楼 3 层 C 区  
电话：021-68400292

### 合肥营业部

地址：合肥市庐阳区国轩凯旋大厦四层（合肥师范学院旁）  
电话：0551-68115906、0551-68115888

### 郑州营业部

地址：郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室  
电话：0371-53386892/53386809

### 青岛营业部

地址：青岛市崂山区秦岭路 15 号 1103 室  
电话 0532-66728681

### 深圳营业部

地址：深圳市福田区园岭街道百花二路 48 号二层（深圳实验小学对面）  
电话：0755-82891269

### 杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室  
电话：0571-87686300

### 通辽营业部

地址：内蒙古通辽市科尔沁区建国路 37 号世基大厦 12 层  
电话：0475-6380818