



底部尚未探明

摘要

债市行情总结：

“疫情”是 2020 年的关键词，对于利率市场，疫情为因，一篮子应对措施之下，基本面的不断修复是全年行情的真正脉络，而货币政策与市场预期频频出现偏差则加剧了波动的幅度。今年我国经济表现在全球一枝独秀，走出了复苏的态势。基本面持续修复对国内债市造成了明显的压制。过程中受疫情扰动以及避险情绪等因素影响偶有反弹，但上行趋势不改，加上下半年货币政策边际收紧，紧货币宽信用造成了债市转向熊市。国债收益率全年先下后上，呈明显的“V”字形，十年期利率最低触及 2.5% 以下，后续随着经济的持续复苏以及货币政策常态化，利率震荡上行最长达 80bp。而两年期国债收益率受流动性影响波动更大，较年中低点上行幅度已超过 170bp。

行情展望：

随着经济企稳，刺激政策陆续退出，货币政策重心有所转移，由保增长转向在经济增长与金融稳定之间寻求平衡。明年上半年货币政策难紧难松，将继续维持稳健中性的态度，保障市场资金利率围绕政策利率平稳运行，过度的悲观与乐观都不可取。在货币中性的前提下，基本面对长期的债市的影响将更加显著。尽管随着经济的持续修复，宽财政会逐步退出，但出口拉动补库有望支撑制造业回暖，上半年经济大概率延续复苏态势，债市压力较大。不确定性在于政策退出后内需能否继续支撑经济使其保持，以及通胀上行对货币政策的制约程度。

Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所

翟帅男 分析师

投资咨询证号：Z0013395

高翔 助理分析师

从业资格证号：F3061207

目录

一、行情总结和未来展望	3
1.1 2020 年行情回顾	3
1.1.1. 债券市场表现	3
1.1.2. 基本面持续修复	3
1.1.3. 流动性预期不断修正	4
1.2 行情展望	4
二、基本面复苏有望延续	5
2.1 工业生产持续修复	5
2.2 出口大超预期	7
2.3 通胀剪刀差有收窄迹象	8
三、货币政策回顾与展望	9
3.1 “由面到点”——货币政策回顾	9
3.2 货币政策展望	10
四、国债期货与策略建议	11
4.1 国债期货趋势策略	11
4.2 基差策略	11
4.3 跨品种与跨期价差策略	12
免责声明	13

一、行情总结和未来展望

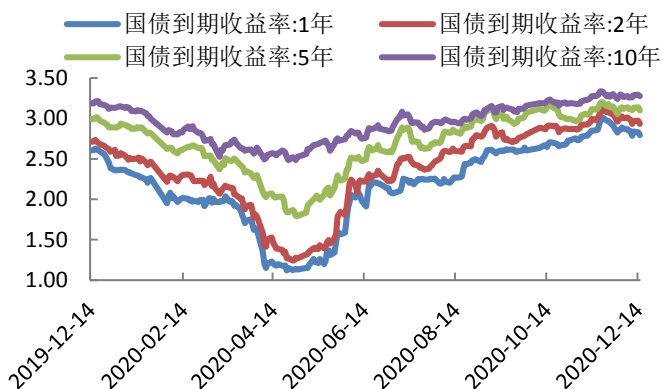
1.1 2020 年行情回顾

“疫情”是 2020 年的关键词。在数百年一遇的不确定性事件爆发之后，国民经济休克，各方面数据断崖式下行，疫情之下，市场对于贸易体系、经济周期的理解都出现了较大的变化。而对于利率市场，疫情为因，一篮子应对措施之下，基本面的不断修复是全年行情的真正脉络，而货币政策与市场预期频频出现偏差则加剧了波动的幅度。

1.1.1. 债券市场表现

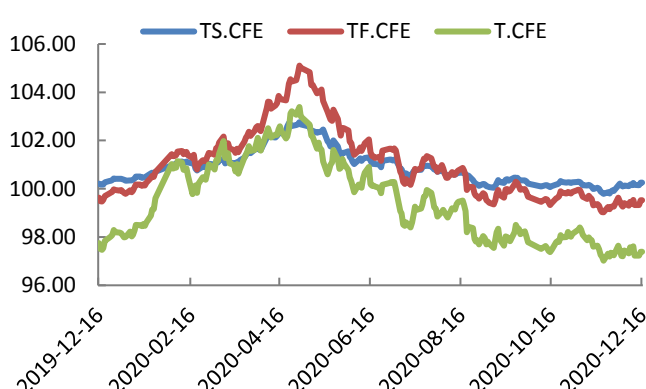
国债收益率全年先下后上，呈明显的“V”字形，四月底五月初时达到拐点，十年期利率最低触及 2.5% 以下，后续随着经济的持续复苏以及货币政策常态化，利率震荡上行，过程中受疫情扰动以及避险情绪等因素影响偶有反弹，但上行趋势不改。截至 12 月中十年期国债收益率来到 3.3% 附近，较年中低点回升约 80bp。而两年期国债期货所对应的两年期国债收益率较年中低点上行幅度已超过 170bp，受流动性影响较大。另一方面也可以看出，相较于长端利率，短端利率上行空间相对有限。

图 1.1 国债收益率走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.2 国债期货价格走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

1.1.2. 基本面持续修复

疫情爆发后国内经济数据断崖式下行，几乎所有项目均创下历史新低，而随着疫情防控显现成效，基本面也开始了持续的修复，并体现出工业快于服务业、供给快于需求的特征。

刺激政策见成效。受益于复工复产政策的支持，工业生产端开启了这一轮修复进程，4 月工业增加值同比增速率先转正并开始持续回升，7 月工业增加值同比增 4.8%，已经达到去年同期相同的水平。另一方面，为对冲疫情影响，财政政策持续发力，通过政府部门加杠杆、发行 1 万亿抗疫特别国债等措施，为实体提供支撑。具体来看，财政赤字

较去年提升 0.8 个百分点至 3.6%，赤字规模达 3.76 万亿；新增专项债额度从 2.15 万亿提升至 3.75 万亿；进一步加大减税降费力度等。在财政资金的支持下，基建投资很好的起到了托底经济的作用。而与此同时，房地产也表现出相当强的韧性，1-6 月房地产累计投资同比转正，领先于基建与制造业投资。紧接着，7 月基建投资累计同比转正。

外贸超出预期。相较于政策支持下的工业生产与固定资产投资，进出口方面的强劲则更令人惊喜。此前市场大多预期受海外疫情影响，外需疲弱对出口造成冲击，结果则是 4 月出口同比直接转正、并于此后多次的超预期上行。最新数据来看，以美元计，11 月出口同比增长 21.1%，远超去年同期水平。出口的高增长主要有几点支撑：国内生产力迅速恢复后，防疫物资出口订单多；海外疫情之下停工停产，订单向国内转移的替代效应；疫情之下“宅经济”需求升温，电子产品需求上行。

1.1.3. 流动性预期不断修正

如果说基本面主导了全年的走势，那么流动性预期的变化对市场的影响则更多体现在阶段性行情上。疫情之后央行降息降准为市场提供流动性支持，同时配合财政支持实体经济，除此以外，更是自 2008 年金融危机后首次调降了超储利率，引导资金利率快速下行。而随着经济稳步回升，货币政策边际收紧，与市场一直以来的宽松预期产生预期差，这也是 5 月市场情绪反复的原因之一。尽管下半年开始央行统一在每月月中对当月到期的 MLF 进行一次性续作，一定程度起到了管理市场预期的作用。但由于资金面受到宏观审慎监管、缴税、利率债供给等多方面影响，相较于资金面的变动，市场预期一定程度上还是体现出滞后性，带来阶段性机会。从货币政策的核心矛盾出发，抓住流动性松紧变换的节奏，对把握行情有着较大帮助。

1.2 行情展望

从当前时点来看，许多不确定性较大的影响因素都已明朗化：国内疫情基本得到控制；疫苗即将投放；美国大选尘埃落定等。随着不确定性出尽，后续对于债市的判断仍将立足于基本面与货币政策这两大根本逻辑。

需求带动供给，基本面保持强势。基本面来看，如我们此前提到，经济修复的过程中，供给端是要明显强于需求端的。但从三四季度的数据来看，需求端有明显的回暖迹象。10 月以来 PMI 产成品库存与原材料库存指数较二季度明显回落，相应的价格也明显回升，PPI 同比增速仍处在回升通道。12 月中央召开的政治局会议上首次提到需求侧改革的概念，强调需求牵引供给。企业活力的回升加上政策支持，明年需求端或替代生产，成为经济增长新的支撑，具体来看，受消费能力及消费意愿制约，服务业或弱于制造业。

信用拐点已至，货币以稳为主。十一月“永煤”事件之后，信用环境受到了巨大影响。尽管在货币政策的支持以及监管层的迅速应对之下，事件余波得以平息，但信用环境的修复并不是一朝一夕就能够完成的。考虑到企业经营活力已经明显回升，后续市场面临着信用收缩的风险。从社融分项数据来看，11 月企业债券融资额度 862 亿元，较去年同期减少近 2500 亿。此外，明年地方债以及新增专项债额度预计将有所回落，且大概率不会有特别国债，政府债券融资方面将继续回落。货币政策方面，后续仍将以稳为主，“不让市场缺钱，又坚决不搞‘大水漫灌’”，进一步宽松的可能性不大。

关注外部不确定性。一方面，尽管疫苗正在准备投产，但产量能否满足需求，民众的接种意愿等方面均存在不确定性，预期偏差之下可能会导致避险情绪的回升。另一方面，由于国内疫情防控得当，且监管层坚持使用常规货币政策，今年以来中美 10 年期国债收益率利差最高接近 250bp，创下历史新高。加上人民币对美元持续升值，中国国债对海外投资者的吸引力上行。

总体来看，在当前的政策环境下，基本面将继续维持增长势头，需求端的持续回升会为基本面带来新的动能。货币政策难紧难松，一方面会维持足量的流动性配合基本面的复苏，另一方面需要避免出现“大水漫灌”情况。双重限制之下债市压力较大，但随着基本面的修复，逆周期政策或将陆续退出，可能对行情带来新的变数。

风险提示：经济复苏不及预期；货币政策转松；疫苗投产不及预期。

二、基本面复苏有望延续

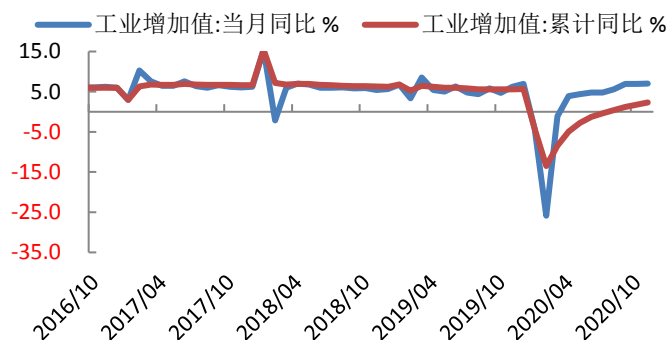
今年由于疫情管控得当，我国经济走出了复苏的态势。基本面持续修复对国内债市造成了明显的压制。加上下半年货币政策边际收紧，紧货币宽信用造成了债市转向熊市。根据三季度货币政策执行报告中的表述，明年过松或过紧的概率都不大，中性的货币政策基本确定。在货币中性的前提下，基本面对长期的债市的影响将更加显著。

2.1 工业生产持续修复

年初疫情爆发之后，我国采取了多项有力的举措遏制疫情，成效非常显著。目前海外疫情二次爆发，美国尤为严重，而我国疫情整体可控，在这种局势下，我国经济率先走出了复苏格局。下半年 PMI 数据表现十分亮眼，制造业 PMI 在疫情基本控制后一路走升至 52.1，非制造业 PMI 一路上行至 56.4，创下 2012 年以来新高。工业增加值同样强劲，11 月工业增加值同比增长 7.0%，达到近三年来高点，累计同比也连续四个月为正。11 月，41 个大类行业中有 34 个行业增加值保持同比增长。自今年 4 月全国复工复产之后，南华工业品指数一路上涨至 2500 点上方，创 2011 年以来新高，工业原材料价格明显上行。

制造业 PMI 各项数据均持续向好，生产高出去年同期 2.1 个百分点，新订单高出去年同期 2.6 个百分点，说明需求回暖。原材料库存走升幅度强于产成品库存，体现了企业主动补库的意愿。但原材料价格和出厂价格涨幅较大，值得警惕。而从非制造业 PMI 来看，新订单、从业人员和业务活动预期增速放缓，投入品和销售价格却明显走升，说明非制造业 PMI 的上涨主要靠价格拉动，存在滞涨风险。工业数据表现和 PMI 数据反映的复苏局面一致，企业投资的主动性增加，需求带动生产回升。总体来看，预计明年上半年 PMI 继续保持繁荣，但价格持续上涨，应警惕通胀风险。

图 2.1 工业增加值走势



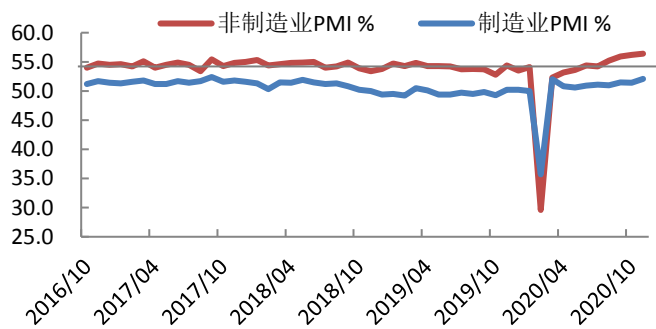
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.2 南华工业品指数



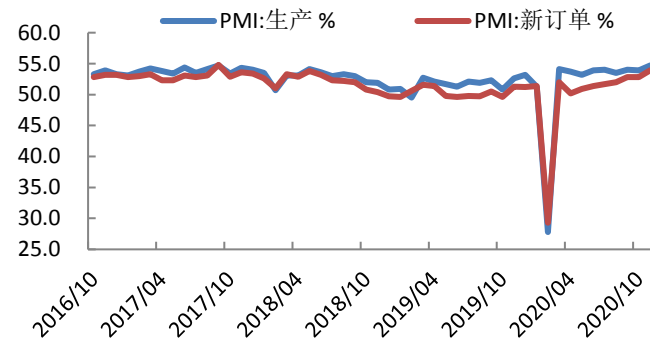
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.3 PMI 走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.4 PMI 生产与需求



资料来源：Wind 资讯 南华研究

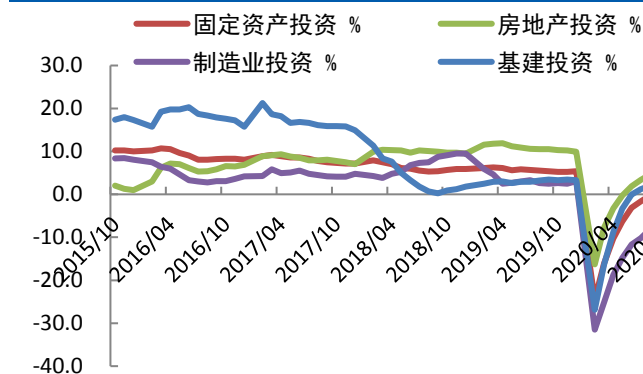
疫情之初，今年2月我国固定资产投资累计同比下降24.5%，创下有史以来低位，随后降幅不断收窄，并于9月开始转正，截止11月，累计同比增长2.6%。其中，制造业投资下降3.5%，降幅收窄1.8个百分点，房地产和基建投资增速分别增长0.5和0.3个百分点，制造业投资恢复加快，房地产和基建略显疲态，经济结构继续优化。商品房销售累计同比年内首次转正，新开工和竣工仍为负值，施工小幅增长到3.2%。1-11月房地产开发资金来源累计同比增长至6.6%，其中销售回款增长至15.9%，说明房地产行业发展相对健康，未来增长有一定支撑。基建投资对专项债的依赖较高，明年宏观杠杆率下调将对基建增速形成压制。制造业投资在内外需共振的拉动下走出了良好的修复态势，企业盈利改善提振内需，海外需求外溢拉动外需，制造业投资有望保持复苏。

与强劲的投资数据相比，消费恢复速度略显不足，11月我国社零同比增长5.0%，仍明显低于去年同期，1-11月社零累计同比下降4.8%，说明内需恢复不及预期。其中，汽车消费主要受去年低基数和今年政策支持拉动，其高增速明年很难持续；通信类消费受众多新品发布和双十一促销影响较大。后续随着婚庆需求的恢复，酒店和黄金珠宝类可选消费将受益更多。明年的消费增速在消费补偿和今年低基数的共同作用下，有望迎来一波增长，但城镇居民人均可支配收入增速明显不及往年，大大制约了居民的消费欲望和消费能力。

总体来看，明年财政政策支持力度大概率减弱，房地产和基建增速可能见顶回落，

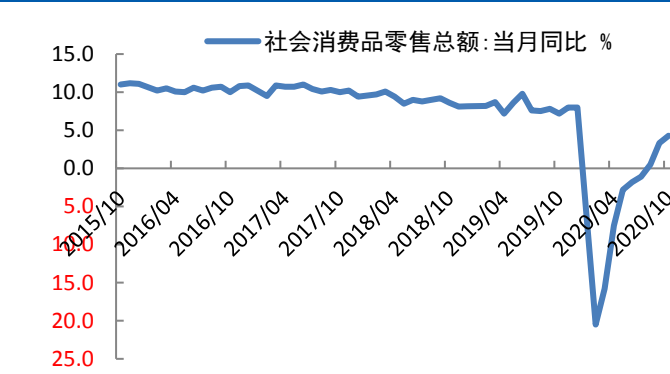
制造业将成为新的增长点。明年投资可能由基建、房地产拉动转向制造业拉动，结构进一步优化，对政策的依赖度会逐渐降低。消费存在一些补偿类增长点，但受居民收入制约，预计整体表现不如投资。

图 2.5 固定资产投资及主要分项走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.6 消费增速



资料来源：Wind 资讯 南华研究

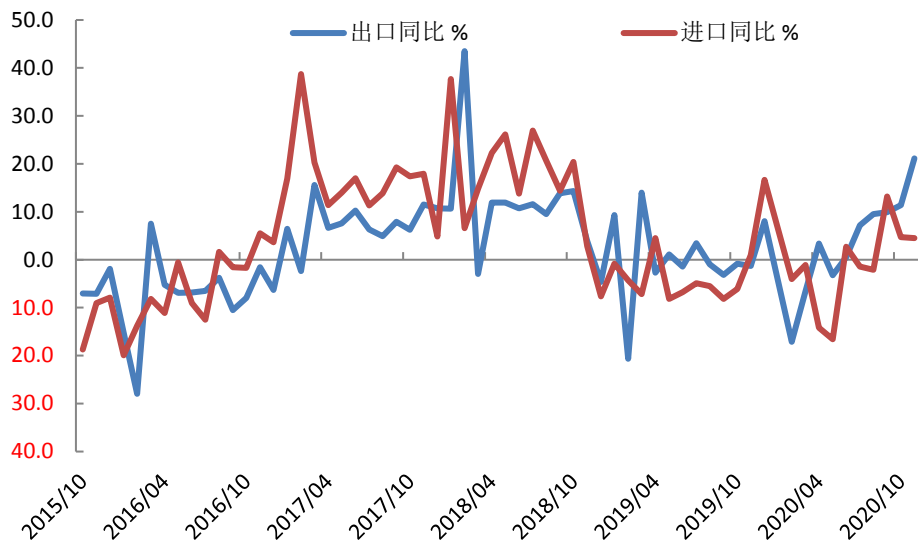
2.2 出口大超预期

自二季度以来，出口增速频频超出市场预期，表现出较强的涨势，对经济修复起到了关键作用，出口成为宏观经济上最出人意料的因素。进入二季度后，疫情影响区域从国内转向海外，国内则稳步推进复工复产，今年 4-5 月后，我国生产基本恢复正常水平。11 月，我国出口金额为 2680.7 亿美元，出口同比增长 21.1%，创 2018 年来新高；进口金额为 1926.5 亿美元，同比增长 4.5%；贸易顺差为 754.3 亿美元，已经持续 9 个月顺差。

出口连续大幅回升，主要原因应该有以下三点：一是疫情转移至海外，使得海外接触式行业大规模停工停产，供给显著回落，而国内自 3 月以来稳步推进复工复产，中国生产端持续向好，产能早早恢复至疫情前水平。二是美国为首的发达国家着重实施“宽货币+宽财政”政策来应对疫情，与国内主要支持企业的政策有所不同，美国以提升居民福利为立足点，提升内需来刺激经济，美国供给不足导致需求外溢。三是疫情迟迟得不到有效控制，使得海外对防疫物资的需求量的激增，同时，海外宅经济大肆发展，对中国家电、游戏机、投影仪等居家娱乐设备的需求明显增加。

明年，海外疫情获得实际性控制之前，耐用消费品持续走强，供需缺口依然会继续拉动我国出口增长。美国对于疫情防控的举措有失偏颇，财政政策主要是支援家庭、保护薪资来提升居民可支配收入，但对于企业生产具有挤出效应，导致供需缺口很大，这个局面将会持续一段时间，具体时间将取决于新冠疫苗的具体推行速度和效果。美国大选拜登获胜，接下来的参议院选举至关重要，若共和党赢下参议院，则民主党政策推进将受阻碍，财政支持力度可能减弱，但宽财政的方向不会变，预计明年上半年会再有一波财政刺激。对于明年上半年出口持乐观态度。

图 2.7 进出口同比增速



资料来源：Wind 资讯 南华研究

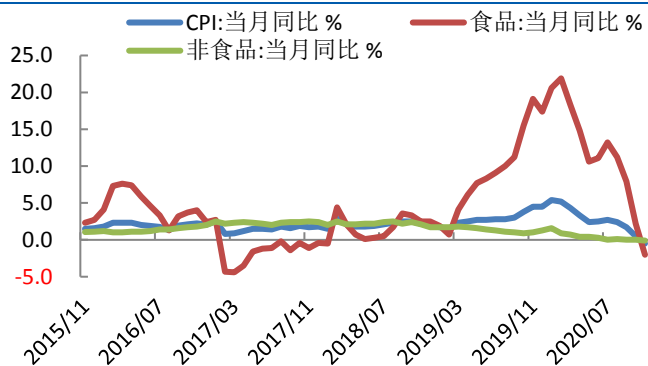
2.3 通胀剪刀差收窄

去年在猪周期的带动下 CPI 大幅上行，CPI 和 PPI 出现了显著分化。今年年初受疫情影响，需求受到明显遏制，后续随着复工复产的稳步推进，生产迅速回升，供给开始超出需求，食品价格涨幅回落，叠加去年的高基数，CPI 增速一路下行。下半年以来，疫情的影响大幅减弱，工业品需求持续改善，加上去年下半年 PPI 的基数持续走低，今年下半年 PPI 的降幅明显收窄，PPI 进入修复通道。

具体来看，今年 1 月份 CPI 同比达到 5.4% 的高点，随后一路走低，11 月开始转负，收为 -0.5%，其中食品同比下降 2.0%。核心 CPI 则由年初的 1.5% 降至 11 月的 0.5%。PPI 同比增速于今年 5 月份达到 -3.7% 的低位，随后跌幅收窄，11 月 PPI 同比下降 1.5%。CPI 自 2009 年 10 月以来首次转负，环比跌幅也扩大至 0.6%。最主要的原因是食品价格的拖累和基数效应，其中随着生猪产能回复，猪肉价格同比下降 12.5%。鲜菜和鸡蛋价格环比也出现了一定回落。PPI 方面，上游生产资料价格普遍上涨，南华工业品指数比去年同期上涨 8.7%，低基数效应和工业品价格拉动 PPI 回暖。

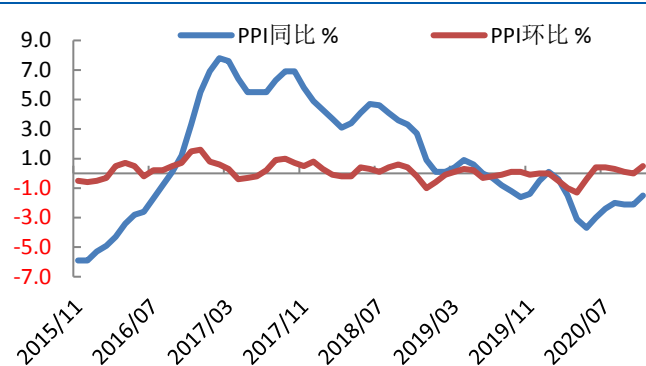
展望明年，大宗商品价格持续走升，国际油价低位反弹，且随着疫苗的研制成功和投放，海外被疫情压制了一年的需求可能迅速释放，这些都将使得 CPI 止跌回升。加上今年 CPI 基数的不断走低，明年下半年可能会迎来新的一波再通胀。PPI 方面，强劲的出口带动补库支撑制造业，工业品价格预计继续走升，需要警惕工业品传导至消费品，并引发全面通胀的风险。

图 2.8CPI 持续回落



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.9PPI 降幅收窄



资料来源：Wind 资讯 南华研究

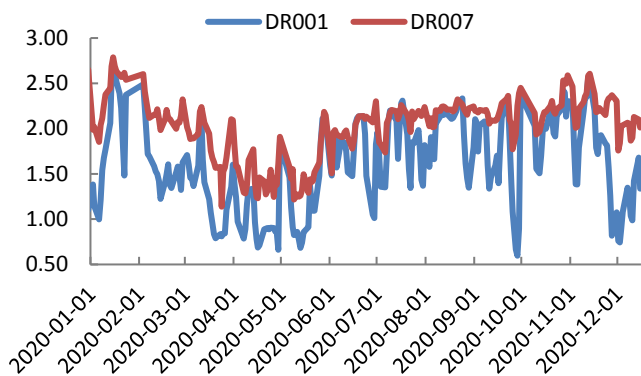
总结来说，当前基本面已经走出了复苏的格局，从景气度、工业生产、出口以及投资等多维度的数据都印证着我国经济的强劲。但需求端恢复弱于供给端，居民可支配收入回落制约消费需求的恢复。通胀短期下行也并不意味着通缩压力，待明年全球大流行消退，全面宽货币导致的通胀压力将升温。我国明年预计稳步退出宽财政政策，随着政策支持力度的减弱和楼市政策的收紧，基建和房地产投资或将见顶，但出口拉动补库有望支撑制造业回暖。明年上半年经济大概率延续复苏态势，下半年能否继续平稳健康增长将取决于疫情结束后内需能否持续恢复。

三、货币政策回顾与展望

3.1 “由面到点”——货币政策回顾

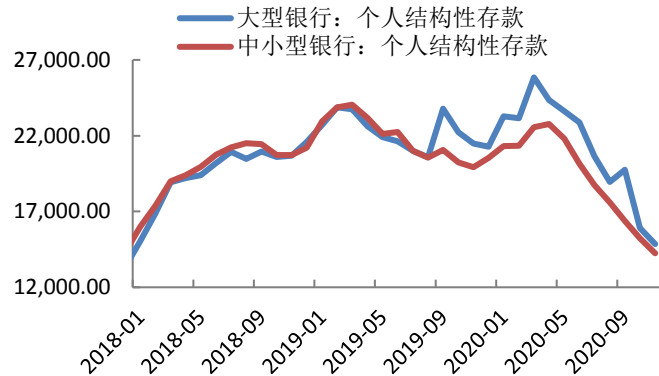
全面投放对冲疫情。一季度在疫情爆发后，为了抚平市场情绪、支持实体经济以及对冲海外流动性危机的影响，央行通过货币政策做出回应，迅速且全面。具体措施如下：疫情后首次开市，降息 10bp 并开展 1.2 万亿逆回购；提供 3000 亿专项再贷款资金、加速专项再贷款审核，后又增加 5000 亿再贷款再贴现，用于中小微企业复工复产；3 月末，疫情的冲击开始从经济数据中显现，央行再次宣布降息 20bp。量价并行的宽松方式加上运用再贷款再贴现工具支援实体，极大程度对冲了疫情以及海外流动性的冲击，将资金面维持在充裕的水平。不止于此，四月初央行自 2008 年金融危机以来首次下调超利率，进一步抬升了市场的宽松预期。然而让绝大多数投资者意外的是，超储利率的下调并不是新一轮“放水”的开始，而是全面宽松的结束。

图 2.8 银行间融资成本



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.9 结构性存款规模持续收缩



资料来源：Wind 资讯 南华研究

非常规政策适时退出。在超储利率调整后，资金利率迅速下行，隔夜质押回购利率一度到了 0.7% 以下的历史低值，这也导致资金空转的现象较为严重，考虑到压降结构性存款的压力，货币政策从全面宽松转为结构性宽松，通过普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划两个创新货币政策工具向小微企业提供支持，确保资金直达基层。一方面是全面投放向结构性工具转变，另一方面则是在经济修复逐渐走上正轨的前提下，疫情下的“超常规”政策陆续退出。6 月陆家嘴论坛上，易纲行长首次提到“要提前考虑政策工具的适时退出。”截至 6 月末，3000 亿元专项再贷款和 5000 亿元再贷款、再贴现政策顺利收官。

货币政策常态化。三季度以来货币政策回归常态，通过逆回购投放短期流动性对冲缴税、利率债供给、宏观审慎评估带来的短期资金压力，通过 MLF 对冲中长期资金缺口。坚持“既不让市场缺钱，又不大水漫灌”的方针。与此同时，关注金融防风险问题，11 月“永煤”信用事件爆发后，央行加大公开市场投放力度，防止恐慌情绪进一步扩散。

3.2 货币政策展望

未来货币政策将继续保持中性，在稳增长与防风险之间寻求平衡。坚持“不让市场缺钱，又不大水漫灌”，一方面适时适度投放资金来平稳资金利率的波动，同时需要防止再次出现金融脱实向虚、资金空转的现象。资金利率来看，央行二季度货币政策执行报告中首次提到市场利率的锚的概念，市场利率围绕公开市场操作利率和 MLF 利率平稳运行。尽管黑天鹅事件、月中缴税以及利率债供给等因素会加大资金利率的波动幅度，但中枢水平仍将维持在政策利率附近。关于对政策退出的担忧，从货币政策的角度来看，为对冲疫情影响、支持复工复产的 3000 亿专项再贷款和 5000 亿再贷款再贴现早在 6 月底时就已经退出，三季度以来我国货币政策的方向一直是回归常态化，正如 8 月央行在国务院会议上提到，“坚持三个‘不变’，我们没有采用零利率、负利率以及量化宽松这样的非常规货币政策，因此也就不存在所谓的退出问题。”此外，三季度以来经济的强势复苏以及工业原材料价格大幅上行令投资者对明年上半年的通胀形势充满担忧。但即便 PPI 大幅上行，也仅仅是结构性的，受食品价格影响，CPI 仍处下行通道中，11 月当月同比增速自 09 年以来首次落入负增长区间，核心 CPI 也已连续 5 个月维持在 0.5%

的水平，考虑到今年年初的高基数，预计明年上半年全面通胀的可能性不大，难以对货币政策形成制约。总体来看，明年上半年货币政策预计仍将维持稳健中性的态度，转向收紧可能性不大，无需过度担心。与此同时，基本面强劲的修复势头也不容忽视，随着经济从复苏走向过热，货币政策很难带来更大力度的宽松。

四、国债期货与策略建议

4.1 国债期货趋势策略

今年下半年我国经济走向复苏，生产和出口数据尤为强劲，制造业投资初露锋芒，有望成为新的增长点，这个趋势至少会持续到明年上半年。货币政策也从今年下半年开始转为收敛，成为打压债市的第二座大山，基本面和政策面共同导致了债市收益率的一路走升。但偏紧的货币政策近期开始有所缓和，考虑到保留政策子弹的必要性，明年货币政策不会继续宽松，但在经济和通胀过热来临前，货币政策收紧压力可控。总体来看，2021 年上半年将保持经济修复和货币中性，个别月份经济超预期或资金面阶段性收紧都可能导致债市的新一波调整，长期债市底部尚未探明。但流动性充裕和供给压力减轻可能带来短期反弹。策略上，长期趋势性行情仍需等待，可留意短期交易性行情。

4.2 基差策略

方向上，我们认为基差将继续走扩，故推荐做多基差策略为主。具体原因有二：一是当前基差整体水平仍低，继续走低空间有限，也意味着做多基差胜率更高；二是趋势方向上我们认为债市收益率仍有上行压力，在这种情况下做空期货力量和套保盘也会推升基差。具体来看，截止 12 月 15 号收盘，T2103 的活跃 CTD 券 200006 基差为 0.19，TF2103 的活跃 CTD 券 200005 基差为-0.22，TS2103 的活跃 CTD 券 180009 基差为 0.05，两年期和五年期基差点位更低，推荐做多 TS 或 TF 基差。

图 4.1 T2103 合约基差走势

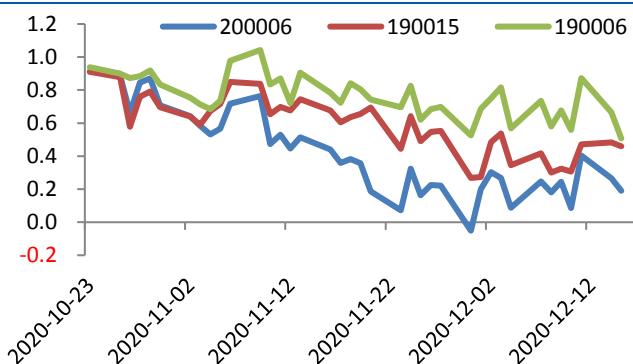
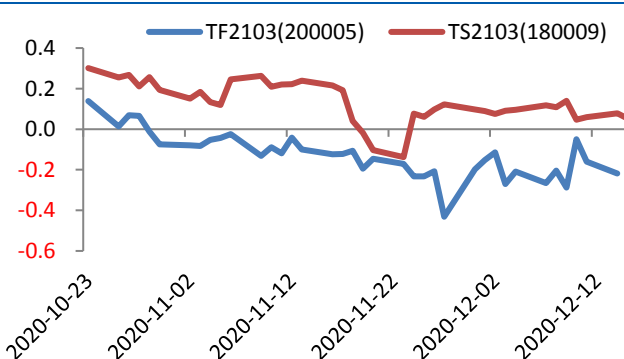


图 4.2 TF2103 和 TS2103 活跃 CTD 券基差走势



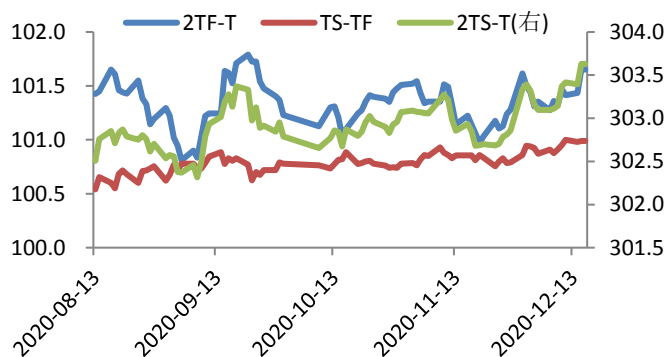
资料来源：Wind 资讯 南华研究

资料来源：Wind 资讯 南华研究

4.3 跨品种与跨期价差策略

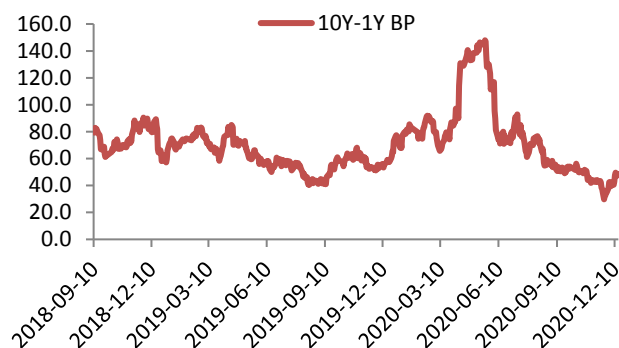
今年债市走出了熊平行情，国债 10Y-1Y 利差降至历史低位，最低到达 30BP 下方。短端表现更弱，主要原因是货币政策边际收紧，1 年期国债收益率升至 2 年来新高。近期，央行为降低信用风险事件的影响、减轻人民币升值压力、引导存单利率下行，投放了一定流动性来平稳资金面，流动性的短期充裕使得 1 年期收益率回落，带动长短期期限利差走升，收益率曲线开始陡峭化。考虑到明年货币政策大概率保持中性，而基本面则维持复苏，长端收益率受到更多压制，收益率曲线预计继续走陡。同时，当前 48.7BP 的期限利差继续下降空间不大，按照历史数据统计，当前时点处于 20%分位下方，上行概率很高。价差策略上，当前建议做陡收益率曲线，可选择 2TS-T 或 2TF-T 策略。

图 4.3 国债期货跨品种价差（久期中性）



资料来源：Wind 资讯 南华研究

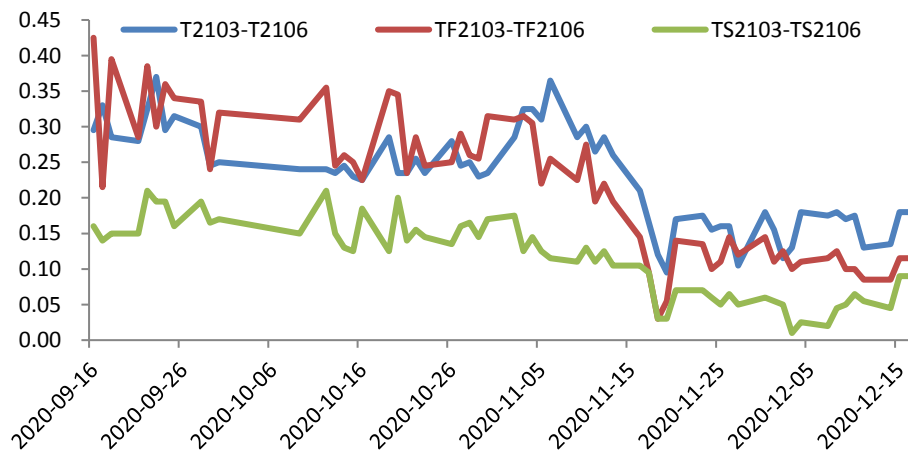
图 4.4 现券长短期期限利差



资料来源：Wind 资讯 南华研究

跨期策略的精髓在于，预测多头和空头的移仓节奏。当前 06 合约流动性不足，03 合约换季仍久，预测两个月后的 03-06 价差走势准确率极低，故暂不推荐跨期策略。

图 4.5 跨期价差走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093

南华期货营业网点

